



PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

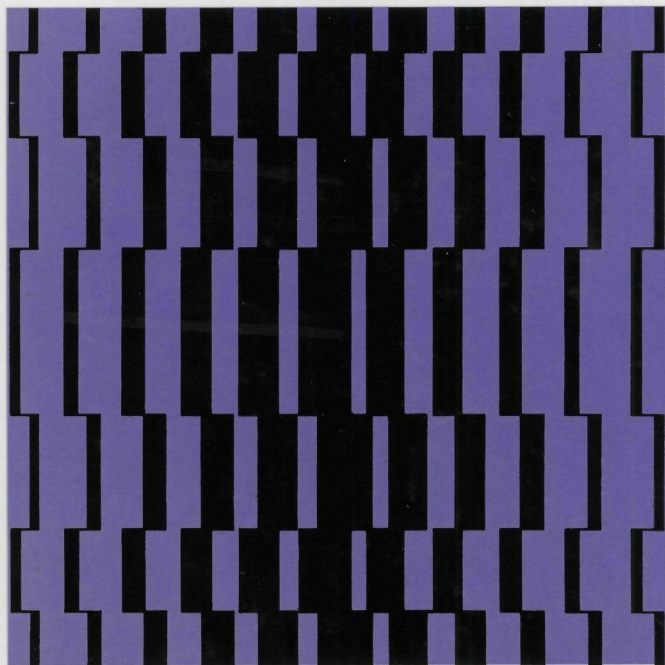
<http://hdl.handle.net/2066/64853>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

Converteerbare obligaties

*Omzetting van schuld
in eigen vermogen*

Mr. J.J. Prinsen



SERIE VANWEGE HET VAN DER HEIJDEN INSTITUUT

CONVERTEERBARE OBLIGATIES

Omzetting van schuld in eigen vermogen

SERIE VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER LEIDING VAN
PROF. MR. J.M.M. MAEIJER
PROF. MR. H.M.N. SCHONIS
PROF. MR. F.J.P. VAN DEN INGH
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN

DEEL 79

CONVERTEERBARE OBLIGATIES

Omzetting van schuld in eigen vermogen

Een wetenschappelijke proeve op het gebied van de rechtsgeleerdheid

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Radboud Universiteit Nijmegen
op gezag van de Rector Magnificus prof. dr. C.W.P.M. Blom,
volgens besluit van het College van Decanen
in het openbaar te verdedigen op woensdag 15 september 2004
des namiddags om 1.30 uur precies

door

Jochem Johannes Prinsen
geboren op 5 april 1970 te Zandoerle, Veldhoven

KLUWER 

DEVENTER - 2004

Promotores:
Prof. mr. S.C.J.J. Kortmann
Prof. mr. G. van Solinge

Manuscriptcommissie:
Prof. mr. F.J.P. van den Ingh
Prof. mr. M. van Olffen
Prof. mr. W.A.K. Rank

ISBN 90-130-1883-1

© 2004, J.J. Prinsen, 's-Gravenhage

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden vervaelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16b Auteurswet 1912 jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 aug. 1985, Stb. 471, en art. 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of opvragen via telefoonnummer 0570-67 34 49

Op 15 september 2004 promoveerde mr JJ Prinsen aan de Radboud Universiteit Nijmegen op zijn onderzoek naar converteerbare obligaties. Zijn promotoren waren prof mr S C J J Kortmann en prof mr G van Solinge. Het proefschrift verschijnt hierbij als deel 79 in de Serie vanwege het Van der Heyden Instituut.

In 1993 verscheen reeds, als deel 43 van onze Serie, een monografie over converteerbare obligaties en aandelen. Terecht bouwt dit proefschrift (gedeeltelijk) daarop voort. Sinds 1993 maakten converteerbare obligaties verder opmars in de financiële praktijk. Dat geldt niet alleen voor de klassieke *convertible*, maar ook voor de in de tussentijd opgekomen *reverse exchangeable*. De ondertitel van dit boek getuigt bovendien van aandacht voor een ouder fenomeen, dat de laatste jaren opnieuw actueel werd. Vanwege de recente economische recessie ging een aantal ondernemingen over tot financiële herstructurering door omzetting van schuld in eigen vermogen. Een gedeelte van dit onderzoek heeft ook daarop betrekking.

De analyse van converteerbare obligaties is interessant, omdat men zich daarmee begeeft op het raakvlak tussen verbintenissenrecht en vennootschapsrecht. Obligaties zijn verbintenisrechtelijke figuren. Converteerbaarheid plaatst obligaties echter ook in een vennootschapsrechtelijke context. Dit geldt vooral voor obligaties die converteerbaar zijn in nieuwe aandelen, omdat die conversie gepaard gaat met uitgifte van aandelen. De ambiguïteit van converteerbare obligaties is de rode draad van het proefschrift. Zoals de schrijver laat zien, kunnen aan obligatieleningen vanwege het open systeem van het verbintenissenrecht in beginsel naar believen van partijen vorm en inhoud worden gegeven. Die vrijheid is echter begrensd, waar men door converteerbaarheid in aandelen in aanraking komt met het bijzondere, meer gesloten, deels dwingende systeem van het vennootschapsrecht. Overigens verwerpt de schrijver een al te legistische benadering van het kapitaalbeschermingsrecht, omdat die naar zijn idee leidt tot gekunstelde kwalificaties van conversie.

Bij aanvang van zijn onderzoek onderzoekt de schrijver het wezen van obligatielening, obligaties, aandelenkapitaal en aandelen. Met beschouwingen over uitgifte van aandelen en over omzetting van vennootschappelijke winst en reserves in kapitaal preludeert hij op conversie van obligaties in nieuwe aandelen. Vervolgens verschaft de schrijver inzicht in de functies en vormen van converteerbare obligaties. Daartoe onderscheidt hij de belangrijkste categorieën converteerbare obligaties, een aantal essentiële modaliteiten, en motieven van uitgevende instellingen en beleggers. Ook komen enkele verwante financieringsinstrumenten aan de orde, zoals *warrants*, participaties en converteerbare aandelen. Bij de bespreking van de uitgifte van converteerbare obligaties worden meer contouren van het vennootschapsrecht zichtbaar.

Reeds daarbij spelen thema's als besluitvorming, voorkeursrechten en maatschappelijk kapitaal.

De daaropvolgende ontleding van conversiebeding en conversie vormt het zwaartepunt van het onderzoek. Daarbij blijkt bij uitstek van de tweeslachtigheid van converteerbare obligaties. De schrijver onderscheidt een verbintenisrechtelijke, en een vennootschapsrechtelijke vorm van het conversiebeding. Hij beantwoordt kapitaalbeschermingsrechtelijke vragen die rijzen bij omzetting van schuld in kapitaal. Ook gaat hij in op de verandering van een obligatoire geldverbintenis in een verbintenis tot verschaffing van aandelen. Nadien past hij de door hem gevormde theorie toe bij zijn kwalificatie van de belangrijkste conversievormen.

Converteerbare obligaties kunnen niet alleen tenietgaan door conversie, maar meestal ook door aflossing, opeising of inkoop. De schrijver toont hoe de voorwaarden en rechtsgevolgen van deze gebeurtenissen in converteerbare obligatieleningen plegen te worden geregeld. Tot slot komt een aantal externe invloeden op converteerbare obligaties aan de orde. Het gaat daarbij om gebeurtenissen bij en handelingen van de uitgevende instelling, zoals uitkoop, juridische fusie en splitsing, andere reorganisaties en openbaar bod. De schrijver legt uit hoe de positie van de obligatiehouder in die gevallen in het geding is en welke wettelijke en contractuele voorzieningen (kunnen) worden getroffen.

Met veel genoegen nemen wij dit proefschrift in onze Serie op. Het heeft zowel wetenschappelijke merites, als waarde voor hen die in de praktijk met converteerbare obligaties te maken hebben, niet in de laatste plaats door de vele verwijzingen naar voorbeelden van prospectussen en persberichten. Om de raadpleging van die documenten te vergemakkelijken, is een groot aantal daarvan geplaatst op de bij dit boek gevoegde cd-rom.

J.M.M. Maeijer

H.M.N. Schonis

F.J.P. van den Ingh

G. van Solinge

M. van Olffen

Voorwoord	V
Lijst van gebruikte afkortingen	XV
Inleiding	
Onderwerp van onderzoek	1
Probleemstelling	3
Verantwoording	5
Afbakening	6
Terminologie	8
Empirie	9
Plan van aanpak	10
Hoofdstuk 1 Zuivere obligaties	
1.1 Inleiding	13
1.2 Vorderingsrechten uit meerpartijenovereenkomst	14
1.3 Overeenkomst van geldlening	20
1.4 Algemene voorwaarden	24
1.5 Wijziging van obligatievoorwaarden	25
1.5.1 Uitgangspunt: geen gedwongen wijziging	25
1.5.2 Surseance van betaling en faillissement	26
1.5.3 Wet vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder 1934 (oud)	27
1.5.4 Gebonden obligatielening (onder en buiten trustverband)	28
1.6 Achterstelling	33
1.7 Trustverband	36
1.7.1 Uitleg trustakte (Daf-arrest)	36
1.7.2 Kwalificatie van het trustverband	41
1.7.3 Meerpartijenovereenkomst	43
1.7.4 Rechtsgevolgen van overdracht van obligaties	44
1.7.5 Vervreemding obligaties door contractsoverneming	48

Hoofdstuk 2 Aandelen

2.1	Inleiding	55
2.2	Vermogensrechten van eigen aard op geplaatst kapitaal	55
2.3	Uitgifteovereenkomst	60
2.3.1	Inleiding	60
2.3.2	Uitgiftebesluit (wilsvorming)	63
2.3.3	Vertegenwoordiging (wilsverklaring)	66
2.3.4	Geen direct externe werking van uitgiftebesluit	66
2.3.5	Samenvatting in tijd van uitgiftebesluit en vertegenwoordiging	69
2.3.6	Indirect externe werking van uitgiftebesluit (richtlijnstelsel)	70
2.3.7	Bescherming van aspirant-aandeelhouders en derden tegen ontbreken van rechtsgeldig uitgiftebesluit	75
2.4	Geen bijkomende, goederenrechtelijke uitgiftehandeling	78
2.5	Niet-constitutieve handelingen bij uitgifte	79
2.5.1	Inbreng (actieve vermogensaanwas)	79
2.5.2	Aandeelhoudersregister	85
2.5.3	Verschaffing van aandeelbewijzen aan toonder	86
2.5.4	Opname in depot Wet giraal effectenverkeer	87
2.5.5	Inschrijving in handelsregister	89
2.6	Omzetting van eigen vermogen in kapitaal	89
2.6.1	Bonusaandelen, stockdividend, superdividend en herkapitalisatie	89
2.6.2	Inbrengverbintenis	90
2.6.3	Realiteit om te zetten vermogen	91
2.6.4	Wettelijke waarderingsvoorschriften	92

Hoofdstuk 3 Functies en vormen van converteerbare obligaties

3.1	Inleiding	95
3.2	Betrokken partijen	96
3.3	Categorieën	96
3.3.1	Klassieke conversie (convertibles)	96
3.3.2	Eenvoudige conversie (reverse exchangeables)	97
3.3.3	Complexe driehoeksconversie	98
3.3.4	Conversie in certificaten van aandelen	99
3.4	Bedrijfseconomische begrippen	101
3.5	Bestaande of nieuwe conversieaandelen	103
3.6	Conversierecht onder tijdsbepaling of voorwaarde	106
3.7	Bedongen rente	108
3.8	Motieven	114
3.8.1	Inleiding	114
3.8.2	Debitrice/conversievennootschap	114
3.8.3	Obligatiehouder	120

3.9	Warrantleningen (en zelfstandige warrants)	124
3.10	Participaties (en participerende obligaties)	127
3.10.1	Begripsbepaling	127
3.10.2	Financiering en bescherming	128
3.10.3	Statutaire en contractuele grondslag	130
3.10.4	Uitgiftebevoegdheid	131
3.10.5	Voorkeursrechten	131
3.10.6	(Winst)uitkeringen	132
3.10.7	Rechten op liquidatieoverschot	133
3.10.8	Verwerking in jaarrekening	134
3.10.9	Inkoop	135
3.10.10	Risico zonder zeggenschap	136
3.10.11	Wettelijke regeling	136
3.11	Converteerbare aandelen	137
3.12	Publicatievoorschriften	142
3.12.1	Titel 2.4 BW	142
3.12.2	Handelsregisterwet en -besluit 1996	142
3.12.3	Jaarrekeningenrecht	143
3.12.4	Prospectusplicht	143
3.12.5	Koersgevoelige informatie	145
3.12.6	Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996	145
3.13	Voorwetenschap en publieksmisleiding	148

Hoofdstuk 4 Uitgifte

4.1	Inleiding	151
4.2	Totstandkoming obligatielening	151
4.2.1	Positie emissiesyndicaat	151
4.2.2	Bookbuilding	152
4.2.3	Aanbod en aanvaarding	153
4.3	Uitgiftebesluit	155
4.3.1	Wilsvorming uitgevende vennootschap(pen)	155
4.3.2	Debitrice	156
4.3.3	Conversievennootschap	157
4.3.4	Ontbreken van rechtsgeldig uitgiftebesluit	160
4.4	Voorkeursrechten	160
4.4.1	Conversievennootschap	160
4.4.2	Uitsluiting of beperking voorkeursrechten	162
4.4.3	Niet-inachtneming voorkeursrechten	163
4.5	Grens van maatschappelijk kapitaal	164
4.5.1	Overschrijding bij uitgifte aandelen	164
4.5.2	Overschrijding bij uitgifte converteerbare obligaties	165

4 5 3	Contractuele reservering maatschappelijk kapitaal	166
4 5 4	Reservering maatschappelijk kapitaal krachtens wettelijke systematiek	166
4 6	Conversievennootschap met besloten karakter	168
4 6 1	Blokkering overdracht aandelen	168
4 6 2	Vrije of geblokkeerde uitgifte aandelen	169
4 6 3	Vrije uitgifte van in aandelen-met-overdrachtsblokkering converteerbare obligaties	169
4 6 4	Blokkering overdracht van in aandelen-met-overdrachtsblokkering converteerbare obligaties	170
4 6 5	Alternatieven	173

Hoofdstuk 5 Conversiebeding en conversie

5 1	Inleiding	175
5 2	Verbindenisrechtelijke vorm van conversiebeding	176
5 2 1	Voorovereenkomst	176
5 2 2	Optieovereenkomst	176
5 2 3	Overeenkomst onder voorwaarde of tijdsbepaling	177
5 2 4	Facultatieve verbindenis	179
5 3	Vennootschapsrechtelijke vorm van conversiebeding	182
5 3 1	'Rechten tot het nemen van aandelen'	182
5 3 2	Wettelijk uitgangspunt wilsrecht van potentiële aandeelhouder	183
5 3 3	Reikwijdte van artikelen 2 96 lid 5 en 96a lid 8 BW	184
5 3 4	Institutionele betrokkenheid	185
5 4	Kapitaalbeschermingsrechtelijke vragen omtrent omzetting van schuld in eigen vermogen	187
5 4 1	Inleiding	187
5 4 2	Wettelijke waarderingsvoorschriften	188
5 4 3	Inbrengverbindenis	196
5 5	Verandering van obligatoire geldverbindenissen	198
5 5 1	Inleiding	198
5 5 2	Verrekening	199
5 5 3	Schuldvernieuwing	199
5 5 4	Schuldwijziging	200
5 5 5	Animus novandi	201
5 5 6	Eenduidige wil tot schuldwijziging	203
5 6	Convertibles	205
5 6 1	Inbreng van convertibles op conversieaandelen	205
5 6 2	Contractuele verrekening	208
5 6 3	Schuldvernieuwing	212
5 6 4	Facultatieve verbindenis	213
5 7	Reverse exchangeables	216

5.8	Complexe driehoeksconversie	217
5.8.1	Meerpartijenovereenkomst	217
5.8.2	Inbrengverbintenis, tenzij hulpvordering van debitrice op derde-conversievennootschap	217
5.8.3	Inbreng obligaties op conversieaandelen	219
5.8.4	Contractuele driehoeksverrekening	220
5.8.5	Combinatie schuldoverneming en prestatiewijziging	220
5.9	Conversie in certificaten van aandelen	223
5.9.1	Meerpartijenovereenkomst	223
5.9.2	Inbrengverbintenis	223
5.9.3	Contractuele driehoeksverrekening	223
5.9.4	Combinatie schuldoverneming en prestatiewijziging	224

Hoofdstuk 6 Tenietgaan

6.1	Inleiding	225
6.2	Aflossing	226
6.2.1	Verplichte aflossing	226
6.2.2	Vervroegde aflossing	228
6.3	Opeising	230
6.3.1	Inleiding	230
6.3.2	Bij event of default	231
6.3.3	Bij change of control	233
6.3.4	Periodieke opeisbaarheid	234
6.4	Inkoop door debitrice/conversievennootschap	236
6.4.1	Motieven	236
6.4.2	Tenietgaan van obligaties na verkrijging door debitrice	237
6.4.3	Vennootschapsrechtelijke aspecten bij en na inkoop door conversievennootschap	239
6.4.4	Vergaderrechten verbonden aan ingekochte en voortbestaande toonderobligaties	241
6.5	Automatische conversie	242
6.6	Aanpassing van conversieprijs	244
6.6.1	Inleiding	244
6.6.2	Verlaging conversieprijs door debitrice/conversievennootschap	244
6.6.3	Reset-clausule	245
6.6.4	Verlaging van conversieprijs krachtens anti-verwateringsclausule	246
6.7	Conversieverklaring (kwitantie)	250
6.8	Samenloop van rente- en dividendaanspraken	252
6.9	Functie trustee bij conversie	254
6.9.1	Inleiding	254
6.9.2	Deponering aandeelbewijzen en machtiging tot uitgifte conversieaandelen	255

6.9.3	Conversierecht krachtens sleeping investor-clausule	257
6.9.4	Doorbetaling geldsommen	257

Hoofdstuk 7 Externe invloeden

7.1	Inleiding	259
7.2	Uitkoop bij conversievennootschap	260
7.2.1	Inleiding	260
7.2.2	Geen uitkoop van houders van converteerbare obligaties	260
7.2.3	Geen meeweging van converteerbare obligaties bij 95%-criterium	261
7.3	Wettelijke regeling van juridische fusie en splitsing	264
7.3.1	Tweeslachtige positie houder converteerbare obligaties	264
7.3.2	Waarborg-en-verzetregeling bij debitrice	265
7.3.3	Regeling voor bijzonder gerechtigden bij conversievennootschap	265
7.3.4	Geen samenloop van regelingen bij debitrice/ conversievennootschap	271
7.4	Reorganisatieclausule	273
7.5	Openbaar bod op converteerbare obligaties	279
7.5.1	Vrijstelling van biedingsregels	279
7.5.2	Vermogensrechtelijke strekking van openbaar bod	280
7.5.3	Geen waardering ingebrachte obligaties (artikel 2:94b lid 5 BW)	283
7.5.4	Geen toerekening van converteerbare obligaties aan verplicht bieder	285
7.5.5	Uitbreiding van openbaar bod tot converteerbare obligaties	286
7.5.6	Squeeze-out en sell-out	288

Slotbeschouwing

Bevindingen	291
Kwalificatie van enkele conversievormen	294

Summary

Subject of research	297
Approach	297
Findings	298
Characterization of some forms of conversion	301

Lijst van verkort aangehaalde prospectussen	305
--	------------

Lijst van persberichten	313
--------------------------------	------------

Lijst van overige documenten	319
Lijst van verkort aangehaalde literatuur	321
Artikelenregister	361
Jurisprudentieregister	367
Trefwoordenregister	373
Curriculum vitae	383

LIJST VAN GEBRUIKTE AFKORTINGEN

AA	Ars Aequi
aant.	aantekening(en)
Abs.	<i>Abschnitt</i>
ACBM	<i>Association of Convertible Bond Managers</i>
AEX	Amsterdam Exchanges NV
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AG	<i>Aktiengesellschaft</i>
A-G	advocaat-generaal
AI	aangesloten instelling
AK	administratiekantoor
AktG	<i>Aktiengesetz</i>
art.	artikel
ava	algemene vergadering van aandeelhouders
avo	algemene vergadering van obligatiehouders
BNB	Beslissingen in Belastingzaken, Nederlandse Belastingrechtspraak
Bte 1995	Besluit toezicht effectenverkeer 1995
BV	besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
cao('s)	collectieve arbeidsovereenkomst(en)
CI	centraal instituut
coco('s)	<i>contingent convertible(s)</i>
cumprefs	cumulatief preferente aandelen
d.d.	<i>de dato</i>
Dep. Rl.	Departementale Richtlijn(en)
diss.	dissertatie
DNB	De Nederlandsche Bank
e.a.	en andere(n)
E(E)G	Europese (Economische) Gemeenschap
ESB	Economische Statistische Berichten
FD	Het Financieele Dagblad
F&O	Fusie & Overname
Fr	Fondsenreglement Effectenbeurs Euronext Amsterdam
Fw	Faillissementswet
GOM	Groninger Opmerkingen en Mededelingen
HR	Hoge Raad
HvJ	Hof van Justitie

incl.	inclusief
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
i.w.tr.	inwerkingtreding/in werking getreden
j°	<i>junct(o)(is)</i>
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
JutD	Juridisch up to Date
KG	Kort Geding
lion(s)	<i>Leveraged Income Obligation(s) via New Shares</i>
losbl.	losbladig
lyon(s)	<i>Liquid Yield Option Note(s)</i>
Maandblad NV	De Naamlooze Vennootschap
MAB	Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie
MBB	Maandblad Belastingbeschouwingen
mld	miljard
mln	miljoen
m.nt.	met noot
MvA	memorie van antwoord
MvT	memorie van toelichting
NbBW	Nieuwsbrief BW
n.g.	niet gepubliceerd
NIBE	Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
nr(s).	nummer(s)
NTBR	Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht
NV	naamloze vennootschap
O&F	Onderneming & Financiering
oid	<i>Original Issue Discount</i>
OK	Ondernemingskamer Hof Amsterdam
orange	<i>ORiginating Arrangement for New Group Equity</i>
OTC	<i>Over The Counter</i>
p.	pagina('s)
Parl. Gesch.	Parlementaire Geschiedenis
PbEG	Publicatieblad EG
prefs	preferente aandelen
Rb.	Rechtbank
red.	redactie
resp.	respectievelijk
RM Themis	Rechtsgeleerd Magazijn Themis
r.o.	rechtsoverweging(en)
Rp.	Rechtspersonen
Rv	Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering
rvc	raad van commissarissen

Stb.	Staatsblad
S&V	Stichting & Vereniging
SV&V	Stichting Vereniging & Vennootschap
Sr	Wetboek van Strafrecht
T&C	Tekst & Commentaar
TPR	Tijdschrift voor Privaatrecht
TvE	Tijdschrift voor Effectenrecht
TvI	Tijdschrift voor Insolventierecht
TVVS	Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen
UvA	Universiteit van Amsterdam
Vabef	Vereenvoudigde administratie en bewaring van effecten
V&O	Vennootschap & Onderneming
VU	Vrije Universiteit Amsterdam
vw(n).	voorwaarde(n)
W	Weekblad van het Recht
WED	Wet op de Economische Delicten
WFR	Weekblad voor Fiscaal Recht
Wge	Wet giraal effectenverkeer
Wmz 1996	Wet melding zeggenschap in ter beurse genoteerde vennootschappen 1996
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
Wtb	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wte 1995	Wet toezicht effectenverkeer 1995

Onderwerp van onderzoek

Converteerbare obligaties – Onderwerp van dit onderzoek zijn obligaties die converteerbaar zijn in aandelen van een vennootschap.¹ De eerste Nederlandse converteerbare obligaties dateren van 1856.² Heden ten dage vormen converteerbare obligaties een diverse groep effecten. Zij worden vooral uitgegeven ter financiering van ondernemingen. De in Nederland meest uitgegeven soorten zijn die van de klassieke *convertibles* en de modernere *reverse exchangeables*. De convertiblehouder kan zijn obligatie converteren in nieuwe aandelen in het kapitaal van de uitgevende vennootschap. Bij *reverse exchangeables* kan de uitgevende instelling, meestal een bankinstelling, converteren in bestaande aandelen in het kapitaal van een derde-vennootschap, meestal een beursgenoteerde NV. De conversie van beide soorten geschiedt tegen vooraf overeengekomen, in beginsel vaststaande prijzen.

Financieel belang – Converteerbare obligaties zijn van groot financieel belang. De basis voor dit onderzoek is gelegd met de in 1993 verschenen monografie uit de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.³ Het voorwoord rept van de opmars van converteerbare obligaties. De uitgifte van zowel convertibles als *reverse exchangeables* nam tot 2002 een hoge vlucht.⁴ In 2002 zorgde het negatieve economische klimaat

-
- 1 Het Burgerlijk Wetboek geeft geen definitie van converteerbare obligaties. De artikelen 2:375 lid 1 aanhef en onder a en lid 7 en 436 lid 1 onder c BW spreken van 'converteerbare leningen', artikel 2:94b/204b lid 5 BW spreekt van 'converteerbare rechten'. Volgens Eisma 1995, p. 1021, worden in de (moderne) juridische literatuur onderling niet wezenlijk verschillende definities van de converteerbare obligatielening gegeven. Het Van Dale Groot woordenboek der Nederlandse taal verstaat onder een converteerbare obligatie een obligatie die op zekere voorwaarden tegen aandelen ingewisseld kan worden.
 - 2 Aldus De Smalen 1975, p. 154, die verwijst naar een studie van J.F. Haccoû. Ook de eerste Amerikaanse converteerbare obligaties dateren uit de negentiende eeuw, zie: Calamos 1998, p. 6-7, Coxe 2000, p. 15; Grubben 2003/1, p. 16.
 - 3 Van den Ingh e.a. 1993.
 - 4 Aan de marktbeschouwing van Grubben 2003/1, ontleen ik de volgende gegevens. De wereldwijde convertiblemarkt bedroeg \$ 475 mld per ultimo 2002. Grubben verwacht wereldwijd een voortgaande groei tot \$ 1500 mld in 2010. De omvang van de Amerikaanse convertiblemarkt nam toe van circa \$ 50 mld in 1980 tot \$ 192 mld per ultimo 2002. De Japanse convertiblemarkt was de grootste ter wereld vanaf het begin van de jaren tachtig (\$ 90 mld) tot ongeveer 1995 (\$ 159 mld). De Japanse markt zakte daarna in tot een omvang van \$ 90 mld per ultimo 2002. De convertiblemarkt in Zuidoost Azië bedroeg \$ 2 mld aan het begin van de jaren negentig van de twintigste eeuw en

→

voor een afname van de uitgifte van converteerbare obligaties, met name die van convertibles.⁵ Niettemin zijn met converteerbare obligaties nog steeds aanzienlijke financiële belangen gemoeid. Bovendien lijkt het onwaarschijnlijk dat converteerbare obligaties blijvend aan belang hebben ingeboet. Naar valt aan te nemen, zal het financieringsinstrument zich bij het keren van het economische tij in hernieuwde belangstelling mogen verheugen.⁶ Daarmee lijkt in de nazomer van 2003 een begin te zijn gemaakt, getuige berichtgeving in de financiële pers.⁷

Omzetting van schuld in eigen vermogen – De ondertitel van dit proefschrift luidt ‘Omzetting van schuld in eigen vermogen’. Bij omzetting gaat in geld luidende schuld van de uitgevende vennootschap teniet en ontstaat eigen vermogen (kapitaal en eventueel agio). Met andere woorden: vorderingen van schuldeisers van de vennootschap worden omgezet in aandelen. Omzetting wordt overeengekomen tussen de uitgevende vennootschap en haar schuldeisers. De duiding ‘omzetting’ behelst op zichzelf geen kwalificatie van de daarbij verrichte rechtshandeling(en). De begrippen ‘omzetting’ en ‘conversie’ worden hieronder (*Terminologie*) nader geduid.

Omzetting van zuivere – dat wil zeggen: niet-converteerbare – obligaties of van converteerbare obligaties was de afgelopen twee jaren een actueel onderwerp. Mede vanwege het negatieve economische klimaat kampte een aantal ondernemingen met problematische bedrijfsschulden. Opmerkelijk is dat een deel van die probleemschulden te wijten was aan eerder uitgegeven convertibles. De reden daarvoor is dat convertiblehouders normaal gesproken niet converteren indien dat voor hen geen financieel voordeel oplevert vanwege een te lage waarde van de onderliggende aandelen. Daarvan was de afgelopen jaren sprake. Kennelijk zijn sommige ondernemingen er bij de inrichting van hun financiële structuur te zeer van uitgegaan dat hun convertibles zouden worden geconverteerd en dus niet zouden moeten worden afgelost.

Een aantal van de bedoelde ondernemingen was gedwongen tot schuldsanering of financiële herstructurering.⁸ Daaraan kan op uiteenlopende manieren invulling wor-

\$ 35 mld aan het eind van 2002. De Europese convertiblemarkt bedroeg in 1980 \$ 35 mld en eind 2002 \$ 156 mld. Eind 2002 had Frankrijk een marktaandeel van 32%, gevolgd door Engeland met 18%, Zwitserland met 13% en Italië en Duitsland met ieder 10%. Blijkens *FD* 13 december 2001, ‘Europese markt voor convertibles naar nieuw record’, bedroeg de Nederlandse convertiblemarkt eind 2001 circa € 11 mld.

- 5 Zie J. Morris; ‘Market faces up to troubled calm after a perfect storm’, *Euromoney* 2002-3, p. 56-57; *FD* 30 december 2002, ‘Opbrengsten emissies dalen wereldwijd’, H. Bakkeren, ‘Risicovolle obligaties’, *FD* 1 februari 2003.
- 6 Ritchie 1995, p. 292, wijst erop dat meer convertibles plegen te worden uitgegeven in tijden waarin de koersontwikkeling van de conversieaandelen een stijgende lijn vertoont.
- 7 Zie bijvoorbeeld: ‘Adidas voedt markt convertibles’, *FD* 28 augustus 2003; ‘ABB plaatst convertible in drie uur’, *FD* 29 augustus 2003; ‘Hilton-keten wil \$ 470 mln ophalen’, *FD* 3 september 2003.
- 8 Zie over financiële herstructureringen in 2002 en 2003: B. Zevenbergen, ‘Meer fondsen gaan Getronics volgen’, *FD* 15 januari 2003. Zie over contractuele, faillissements- en effectenrechtelijke aspecten: Botter 2002, p. 37-47; Dalenoord 2002; Harmsen 2003; De Boer 2003; Schaik 2003; Van de Vorst en Schild 2003; Van Druten, Vroom en Gitmans 2003.

den gegeven.⁹ Eén daarvan is dat een vennootschap en schuldeisers nieuwe overeenstemming bereiken – al dan niet na een geslaagd openbaar bod of in surseance van betaling – over de wijziging van de voorwaarden van de uitstaande zuivere of converteerbare schuld. Die wijziging kan bestaan in gehele of gedeeltelijke omzetting in eigen vermogen. De wijziging van een schuld kan ook andere aanpassingen inhouden, zoals de aanpassing van conversievoorwaarden, de verlaging van de nominale waarde of de daarover verschuldigde rente, of de verlenging van de looptijd.¹⁰

Probleemstelling

Het onderzoek behelst een juridische analyse van converteerbare obligaties en hun conversie. Converteerbare obligaties zijn primair verbintenisrechtelijke figuren. In zoverre wordt hun vorm en inhoud bepaald door hetgeen partijen zijn overeengekomen. Zoals bij zuivere obligaties, is de kern daarvan dat de obligatiehouder bij uitgifte een geldsom verschaft aan de uitgevende instelling onder de voorwaarde dat die op enig moment en onder bepaalde voorwaarden wordt terugbetaald. Een aantal aspecten daarvan verdient nader onderzoek, zoals: de totstandkoming van een obligatielening; de vermogensrechtelijke aard van obligatielening en obligaties; de wijziging van obligaties; het veelal op obligaties rustende trustverband.¹¹

Anders dan zuivere obligaties, kennen converteerbare obligaties een conversiebeding. Dat beding houdt in dat de obligaties mogelijk worden geconverteerd in aandelen in het kapitaal van een vennootschap.¹² De praktijk toont tal van modaliteiten. Het kan gaan om conversie in bestaande aandelen of in nieuwe aandelen. Ook conversie in certificaten van aandelen is mogelijk. Een ander onderscheid is of er wordt geconverteerd in aandelen van de instelling die de obligaties uitgaf, of in aandelen van een derde-vennootschap.

Zoals in dit onderzoek zal blijken, hebben converteerbare obligaties financieel-economische kenmerken van zuivere obligaties en van aandelen in het kapitaal van een kapitaalvennootschap.¹³ Zo is de waarde van door de houder converteerbare obli-

9 Een voor de hand liggende manier is de herfinanciering van oude schulden met nieuwe, al dan niet converteerbare schulden. Zie bijvoorbeeld Numico persbericht 11 juni 2003 *Numico herfinanciert leningen succesvol*⁹, Bartjens, 'Zwaluw', *FD* 12 juni 2003.

10 In die gevallen kan sprake zijn van schuldvernieuwing, met alle consequenties van dien voor eventueel bedongen zekerheden (§ 5:5).

11 In zoverre heeft dit onderzoek betrekking op zowel zuivere, als converteerbare obligaties.

12 Die omzetting vindt met gesloten beurzen plaats, althans voor zover geen bij- of terugbetaling is overeengekomen.

13 Slagter 1996, paragraaf 59, spreekt van een 'brug [] tussen het risicomijdende en het risicodragende vermogen' en van 'overgangsfinanciering naar ondernemend vermogen of een omweg-emissie'. Anderen noemen een converteerbare obligatie een 'schaap met vijf poten', 'aandeel in schaapskleding' of 'lening met twee gezichten'. Zie Prins 1961, F van Alphen, 'Een lening met twee gezichten. Converteerbare obligatie wint terrein', *FD* 15 juli 2000. Anders Ten Bosch 1980, p. 13,

gaties samengesteld uit de obligatiewaarde en de waarde van het conversierecht. De obligatiewaarde vormt – behoudens de gegoedheid van de uitgevende vennootschap – een ondergrens van de convertiblewaarde. De waarde van het conversierecht biedt de mogelijkheid om te profiteren van de waardestijging van de onderliggende aandelen.

Vraag is hoe de tweeslachtigheid van converteerbare obligaties tot uitdrukking komt in hun juridische eigenschappen. De voorwaarden van converteerbare obligatielingen geven daarop meestal geen (direct) antwoord. Vanuit verbintenissenrechtelijk oogpunt is het de vraag hoe conversie in werking treedt en hoe de aan conversie ten grondslag liggende overeenkomst valt te duiden. De conversie in aandelen brengt echter ook de betrokkenheid van het vennootschapsrecht mee. Dat geldt vooral bij obligaties die converteerbaar zijn in nieuwe aandelen. Bij uitgifte van die obligaties wordt kennelijk eventuele uitgifte van aandelen overeengekomen.¹⁴ Daarbij rijzen vragen die betrekking hebben op het aangaan en nakomen van verbintenissen tot uitgifte van aandelen. Welke vennootschappelijke besluitvorming is daarvoor noodzakelijk? Moeten de voorkeursrechten van zittende aandeelhouders in acht worden genomen? Welke rol speelt de grens van het maatschappelijk kapitaal? Wat te denken van de conversie in aandelen van het kapitaal van een besloten vennootschap?

De kwalificatie van het conversiebeding hangt nauw samen met de kwalificatie van conversie zelf. De conversie in nieuwe aandelen gaat naar heersende opvatting gepaard met verrekening van obligatie en inbrengverplichting. Deze opvatting is te begrijpen, indien men ervan uitgaat dat bij uitgifte van conversieaandelen vanwege artikel 2:80 lid 1 BW een inbrengverbintenis ontstaat. Onderzocht wordt of conversie niet eenvoudiger te duiden is. Bij omzetting, waarvan sprake is bij conversie in nieuwe aandelen, gaat immers vennootschappelijke schuld teniet. Het vennootschappelijke vermogen, als saldopost van activa en passiva, neemt daardoor toe. Het is daarom de vraag waarom bij omzetting van schuld in eigen vermogen nog een inbrengverbintenis zou ontstaan. Deze vraag noopt tot bestudering van de ratio en techniek van het kapitaalbeschermingsrecht, althans voor zover dat ziet op het bijebrengen van het vennootschappelijke vermogen bij uitgifte van aandelen.

Voor het overige behelst het onderzoek de bespreking van diverse kwesties die rijzen vanaf de uitgifte tot en met het tenietgaan (door conversie of anderszins) van converteerbare obligaties. Daarbij gaat het meestal om een overeengekomen juridische voorwaarde of om een externe gebeurtenis die invloed heeft op converteerbare obligaties. Het voert te ver om hier een opsomming te geven van de onderwerpen die in dit kader aan bod komen.

die meent dat converteerbaar obligatievermogen niet tegelijkertijd kenmerken bezit van ondernemend en van niet-ondernemend vermogen

14 In zoverre heeft dit onderzoek mede betrekking op verbintenissen tot uitgifte van aandelen

Verantwoording

Behalve (nagestreefde) wetenschappelijke merites, heeft dit onderzoek waarde voor hen die in de praktijk te maken hebben met converteerbare obligaties. In dit verband valt te denken aan juridische en financiële dienstverleners, uitgevende instellingen, trustees en beleggers, waaronder beleggingsinstellingen, pensioenfondsen en hedgefondsen.¹⁵ Naast de eerder genoemde monografie vanwege het Van der Heijden Instituut is er betrekkelijk weinig juridische literatuur voorhanden (buiten de meer verschenen fiscaalrechtelijke literatuur). Converteerbare obligaties zijn vaker onderwerp van bedrijfseconomische literatuur. Daarin wordt – begrijpelijkerwijs – vooral aandacht besteed aan economische karakteristieken. De relatief complexe juridische karakteristieken blijven onderbelicht. Daarnaast lijkt de financieringspraktijk op de rechtstheorie vooruit te lopen. Hoewel zich, voor zover valt na te gaan, vooral nog weinig problemen hebben voorgedaan, zijn de juridische aspecten van converteerbare obligaties niet alleen interessant vanuit een academisch oogpunt. Een gebrek aan inzicht in juridische modaliteiten belemmert beleggers en/of uitgevende instellingen een juiste inschatting te maken van de relatief complexe risico/rendement-karakteristieken van converteerbare obligaties (in vergelijking tot die van zuivere obligaties en aandelen).¹⁶ De praktijk toont een toenemend bewustzijn van dat gevaar (ook wel prospectusrisico genoemd). In die context is een zekere emancipatie waarneembaar van beleggers in zuivere en converteerbare obligaties. Door professionele beleggers wordt gepleit voor standaardisering van voorwaarden van zuivere en converteerbare obligatieleningen.¹⁷

15 In de praktijk blijken vooral hedgefondsen actief op de primaire convertiblemarkt. Hedgefondsen verrichten tegengestelde transacties. Volgens B. de Haas, 'Wolters Kluwer stult trek in conversie', *FD* 8 november 2001, kopen hedgefondsen wereldwijd zo'n 60% van alle convertibles. Volgens een schatting van zakenbank Salomon Smith Barney nemen hedgefondsen in de Verenigde Staten 70% van de nieuwe convertibles voor hun rekening, zie B. Zevenbergen, 'Hedge funds dragen groei convertibles', *FD* 13 december 2001. Zie over converteerbare obligaties in beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen: J.L. Roebroek, 'Pensioenfondsen presteren beter met convertibles', *FD* 5 mei 2003, J. Grubben, 'Convertible is aparte beleggingscategorie', *FD* 12 juni 2003. Zie § 3.8.3 voor de activiteit van hedgefondsen op de primaire convertiblemarkt. Twee voorbeelden van beleggingsinstellingen die zich uitsluitend toeleggen op converteerbare obligaties: Insinger de Beaufort global convertible fund^o; Japan convertible fund NV. Zie verder Grubben 2003/3, over verschillende categorieën beleggers.

16 Woodson 2002, p. 17-21, waarschuwt: *caveat emptor*.

17 Onder meer door de *Association of Convertible Bond Managers* (ACBM). Zie ACBM persbericht 25 september 2001 *The case for standardized terms of issue for convertible bonds*, de aanbevelingen in *ACBM Newsletter* 2001-3, p. 9-11, en p. 11-12 over het prospectusrisico (beide documenten zijn binnengehaald van www.acbm.ch). Zie verder P. Elshout, 'Obligatiebelegger leert dure les', *FD* 9 september 2002; J. Grubben, 'Gelijke Europese regels voor convertibele obligaties wenselijk', *FD* 14 juli 2003. Zie ook *Improving market standards in the Sterling and Euro Fixed Income Credit markets*, een paper door 26 beleggingsinstellingen uitgebracht in oktober 2003.

Afbakening

Onderzochte effecten – Het onderzoek is toegespitst op convertibles en reverse exchangeables die ter beurse genoteerd zijn en/of converteerbaar zijn in beursgenoteerde aandelen.¹⁸ Niettemin heeft het onderzoek goeddeels ook betrekking op converteerbare obligaties die worden geplaatst en verhandeld binnen een kring van professionele beleggers.¹⁹ Het is overigens mogelijk dat een obligatielening eerst binnen een kring van professionele beleggers wordt uitgegeven en pas later beursgenoteerd raakt.²⁰ Een kleiner deel van het onderzoek heeft ook betrekking op onderhandse converteerbare leningen.²¹ De volgende effecten en transacties (onder meer) worden niet besproken:

- Obligaties waarvan het af te lossen bedrag afhangt van de koers of prijs van (een pakket) effecten of van een koersindex;²²
- *Asset-linked convertibles*: obligaties die converteerbaar zijn in roerende zaken als goud, zilver, ruwe olie of in onroerende zaken;²³
- Obligaties die converteerbaar zijn in andere obligaties ten laste van dezelfde uitgevende instelling;²⁴

18 Beursgenoteerde obligaties zijn nooit converteerbaar in niet-beursgenoteerde aandelen. Krachtens artikel 50 Fr worden converteerbare obligaties, omwisselbare obligaties en obligaties met warrants slechts toegelaten tot de notering aan de Euronext Amsterdam Stock Markets indien door de uitgevende instelling zodanige verplichtingen zijn aangegaan dat toelating van de effecten, waarin deze kunnen worden geconverteerd of worden omgewisseld, tot de notering op de officiële markt (c.q. officiële parallelmarkt of tot een andere geregelde, regelmatig werkende, erkende en open markt) plaatsvindt, uiterlijk op het moment van conversie resp. omwisseling.

19 Voorbeelden KSI persbericht 3 januari 2001 *KSI plaatst converteerbare achtergestelde lening*, Neways persbericht 22 maart 2002 *Neways versterkt balanspositie*, FD 26 april 2002, 'Aino plaatst onderhands 615 000 aandelen', FD 29 mei 2002, 'CSS krijgt nieuw geld voor lopende sanering', ASMI persbericht 6 mei 2003 *ASM International NV announces closing and settlement of the private placement of \$90 million of convertible subordinated notes*^o, Infineon persbericht 30 april 2003 *Infineon Technologies launches 7-year non-call 3 subordinated convertible bond*, ASML persbericht 7 mei 2003 *ASML launches an offering of convertible subordinated notes with an aggregate principal amount of EUR 300 million*^o, ASML persbericht 8 mei 2003 *ASML prices EUR 330 million offering of convertible subordinated notes*^o, FD 9 mei 2003, 'ASML haalt € 380 mln op'.

20 Bijvoorbeeld Draka 2002/2007.

21 Zie Horsten 2002/1, p. 160-164, over de onderhandse uitgifte van effecten. Zie over onderhandse converteerbare achtergestelde leningen Slagman 1996. Een voorbeeld van een onderhandse converteerbare lening is te vinden in UPC persbericht 29 mei 2001 *UPC announces placement of US\$ 856.8 million (EUR1 billion) exchangeable loan*^o, waarover Bartjens, 'Een kat in het nauw', FD 30 mei 2001. Een ander voorbeeld: Tie Holding persbericht 1 september 2003 *Tie geeft converteerbare obligatie uit*^o.

22 Bijvoorbeeld Effectengids 2001/2002, fonds Q1, ING Bank Airbags 2003/2006^o (onder ING Bank Limited Recourse Obligation Programme^o), ING Bank Lirics 2003/2008^o (onder ING Bank Limited Risk Certificates Programme^o), Rabo Double Tracker II Notes op AEX-index 2003/2006^o.

23 Calamos 1998, p. 49-50.

24 Zie Faber 1993, p. 84, voor een voorbeeld van deze betrekkelijk zeldzame figuur.

- Synthetische convertibles: dat zijn posities die de belegger zelf samenstelt door de combinatie van beleggingen in obligaties en rechten op aandelen (zoals opties).²⁵

Rechtsgebieden – Het onderzoek is beperkt tot het Nederlandse recht en tot converteerbare obligatieleningen die worden beheerst door Nederlands recht.²⁶ Door buitenlands recht beheerste converteerbare obligatieleningen en desbetreffende buitenlandse literatuur worden bij wijze van voorbeeld genoemd. Ook buitenlands recht wordt hier en daar aangehaald. Van rechtsvergelijking is echter geen sprake, in de zin dat buitenlandse rechtssystemen systematisch zijn onderzocht.²⁷ Verder worden de volgende rechtsgebieden niet of in beperkte mate behandeld:

- Fiscaal recht;²⁸
- Jaarrekeningenrecht;²⁹
- Internationaal privaatrecht;³⁰

25 Over synthetische constructies: Bogerd 1989, p. 34-35; Heeremans, Maas en Liem 2000, p. 26-28

26 De voorwaarden van convertibles en reverse exchangeables bevatten meestal een rechtskeuze (en een forumkeuze) In de achtern dit proefschrift opgenomen lijst van verkort aangehaalde prospectussen is de nationaliteit aangegeven van de rechtssystemen die toepasselijk zijn op de in het register genoemde voorbeelden van converteerbare obligaties. Overigens dient krachtens artikel 22 lid 5 Fr op de leningsvoorwaarden of trustakte Nederlands recht van toepassing te zijn indien obligaties in CF-vorm worden uitgegeven

27 Bij de verwijzingen naar buitenlands recht is vooral gebruik gemaakt van: Lutter en Hirte 2000. Deze bundel bevat opstellen naar Belgisch, Duits, Engels, Frans, Italiaans, Nederlands, Oostenrijks, Portugees, Zweeds, Zwitsers en Spaans recht.

28 Waarover onder meer Zwemmer 1999, p. 58-65, Juch en Martens 2000; Kok 2000; J.J.M. Jansen 2002; Brandsma 2003.

29 Waarover onder anderen Van den Ingh 1993, p. 8-10, Heijne 1994; Beckman 1994, p. 5-17; Beckman 1995, p. 1031-1034; Beckman 1998, p. 670-673; Kuyl 2002. Dit rechtsgebied kent verschillende normensystemen en is in beweging, zie E.A. de Jong 2002; Van Geffen 2004.

30 Hier wordt op één aspect gewezen. Denkbaar is dat op een converteerbare obligatielening buitenlands recht toepasselijk is, terwijl geconverteerd kan worden in *nieuwe* aandelen van een Nederlandse conversievennootschap. Zie bijvoorbeeld de convertibles CSM 1999/2004^o waarop Engels recht van toepassing is (vw. 18.a), maar die converteerbaar zijn in certificaten van aandelen van de Nederlandse NV CSM. Zie ook bijvoorbeeld KPN 2000/2005^o, waarop het recht van New York van toepassing is (p. 231 van het desbetreffende prospectus), maar die converteerbaar zijn in aandelen van de Nederlandse vennootschap Koninklijke KPN. Het is dan de vraag of bepaalde op de conversie betrekking hebbende aspecten niet toch worden beheerst door Nederlands recht, omdat het gaat om het inwendige bestel van een Nederlandse vennootschap. Zie onder meer G. van Solinge 2002, (*T&C Ondernemingsrecht*), art. 3. Wet conflictenrecht corporaties, aant. 4 onder c, over het tot het inwendig bestel rekenen van aandelen, kapitaal en vermogen. Zie voor een omgekeerde situatie de convertibles Corus 1997/2007^o. Daarop is Nederlands recht van toepassing (vw. 4.1 van de aanvullende trustakte d.d. 14 december 1999). De convertibles (waarvan Corus Nederland BV debiteur is) zijn echter converteerbaar in aandelen van de Engelse vennootschap Corus Group plc. Zie verder de ongebruikelijke vwn. 7.2-7.5 van de bedoelde aanvullende trustakte over de niet-exclusieve bevoegdheid van de Nederlandse rechter. Overigens is het bedoelde aspect waarschijnlijk niet aan de orde bij reverse exchangeables, ofschoon daarop meestal Engels recht van toepassing is. Reverse exchangeables zijn namelijk converteerbaar in *bestaande* aandelen

- Medezeggenschapsrecht;³¹
- Effectenrecht, waaronder beurs- en toezichtregels;³²
- Recht betreffende aansprakelijkheid van uitgevende instellingen, bankinstellingen en effecteninstellingen (zorgplicht).

Bewaar- en handelssystemen – In dit onderzoek wordt in overwegende mate voorbijgegaan aan het feit dat converteerbare obligaties en conversieaandelen vaak zijn opgenomen in bewaar- en handelssystemen. Slechts sommige implicaties komen zijdelings aan de orde. De bedoelde systemen brengen vaak mee dat degenen die economisch tot obligaties zijn gerechtigd niet als obligatiehouders aangemerkt kunnen worden. Er wordt nagenoeg geen aandacht besteed aan de gevolgen van dit gegeven voor de afwikkeling van al dan niet grensoverschrijdende transacties – waaronder conversie – in de bedoelde effecten.

Terminologie

De terminologie in juridische en bedrijfseconomische literatuur is niet altijd eenduidig.³³ Het gaat vooral om de uiteenlopende benamingen van verschillende soorten converteerbare obligaties, zoals de hierboven reeds geïntroduceerde convertibles en reverse exchangeables. In dit onderzoek wordt eenmaal gekozen terminologie over het algemeen consistent gehanteerd. Dit geldt ook wanneer literatuur met een afwijkende terminologie wordt aangehaald. Vanzelfsprekend worden daarbij de inhoud en context van die literatuur zoveel mogelijk gerespecteerd.

Hierboven bleek al dat met ‘zuivere’ obligaties wordt bedoeld op niet-converteerbare obligaties. Omdat de instelling die converteerbare obligaties uitgeeft, meestal een kapitaalvennootschap is, wordt zij in dit onderzoek ‘debitrice’ genoemd. De debitrice is meestal een NV, daarom wordt de BV alleen genoemd indien daartoe aanleiding bestaat. Overigens kunnen ook andere rechtspersonen dan vennootschappen converteerbare obligaties uitgeven. Het is zelfs mogelijk dat een natuurlijke persoon

31 De uitgifte, overdracht en conversie van converteerbare obligaties kunnen medezeggenschapsrechtelijk relevant zijn op grond van de Wet op de Ondernemingsraden en op grond van de SER-fusiegedragsregels 2000. Zie (gedeeltelijk over hoofdstuk II van het oude SER-besluit Fusiegedragsregels 1975): Van der Staay 1993, p. 174-181; Perrick 1995, p. 20; Eisma 1995, p. 1026, noot 29; Roest 1996, p. 316-317; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 597; J.N. Schutte-Veenstra 2002, (*T&C Ondernemingsrecht*), art. 1 SER-fusiegedragsregels, aant. 5, onder g.

32 Hier en daar wordt verwezen naar het Fondsenreglement *cum annexis* van Euronext Amsterdam, doch vaak zonder daarbij in details te treden. Enkele effectenrechtelijke onderwerpen komen in beperkte mate aan de orde, zoals het openbaar bod, de prospectusplicht, de melding van zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen en de strafbaarstellingen ter zake van voorwetenschap en publieksmisleiding.

33 Zie voor nuttige bedrijfseconomische glossaria: Calamos 1998, p. 393-397, Gastineau en Kritzman 2000 (ontleend aan de *Dictionary of financial risk management* die te raadplegen is op www.amex.com); Woodson 2002, p. 323-326; www.convertbond.com/tutor/glossary.asp.

een converteerbare obligatielening uit geeft, zij het dat van klassieke convertibles dan – uiteraard – geen sprake kan zijn.

Met het begrip ‘conversievennootschap’ wordt bedoeld op de vennootschap in wier aandelen geconverteerd kan of zal worden.

Conversie kan plaatsvinden in zowel aandelen (ook wel: conversieaandelen) als in certificaten van aandelen (ook wel: conversiecertificaten). Veel van de beschouwingen hebben betrekking op beide. Kortheidshalve wordt de conversie in certificaten van aandelen over het algemeen alleen genoemd indien het specifiek daarover gaat.

Voor een goede interpretatie van dit onderzoek is het belangrijk te beseffen dat onderscheid wordt gemaakt tussen de begrippen ‘omzetting’ en ‘conversie’. Het onderscheid geldt in twee opzichten. Zoals hierboven gezegd (*Onderwerp van onderzoek*), leidt omzetting tot het *ontstaan* van vennootschappelijk eigen vermogen (en tot het einde van vennootschappelijke geldschuld). Conversie gaat daarentegen niet altijd gepaard met de uitgifte van aandelen. Ook conversie in *bestaande* aandelen is mogelijk. Van omzetting is dan geen sprake, omdat geen eigen vermogen ontstaat. Een ander onderscheid tussen omzetting en conversie is dat bij conversie van obligaties wordt omgezet krachtens een eerder gemaakte afspraak. Die afspraak wordt bij uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties neergelegd in een conversiebeding.³⁴ Met andere woorden: conversie is omzetting van obligaties krachtens *een bestaand beding*. Het begrip ‘omzetting’ is echter ruimer. Obligaties kunnen namelijk ook worden omgezet krachtens *nieuwe wilsovereenstemming*. Daarvan is per definitie sprake bij omzetting van zuivere obligaties, omdat die obligaties geen conversiebeding kennen. Enigszins verwarrend is dat converteerbare obligaties ook kunnen worden omgezet krachtens nieuwe wilsovereenstemming, dus anders dan krachtens hun conversiebeding. Stel bijvoorbeeld dat een conversiebeding erin voorziet dat voor één obligatie, één aandeel kan worden verkregen. In afwijking daarvan kan men *ex nunc* overeenkomen dat één obligatie wordt omgezet in bijvoorbeeld vijf aandelen.

Empirie

In het voorwoord van de eerder genoemde monografie vanwege het Van der Heijden Instituut wordt opgemerkt dat, waar de converteerbare obligatie primair een contractueel karakter heeft, de mogelijkheid van kennisneming van de regels die de rechtsverhouding tussen uitgever en nemer beheersen, beperkt is. Dit onderzoek steunt deels op gegevens die kenbaar zijn uit ter zake van converteerbare obligatieleningen

34 Het conversiebeding kan ook na uitgifte worden overeengekomen door wijziging van zuivere obligaties. Die wijziging is echter ongebruikelijk en blijft verder buiten beschouwing. Zie voor een gedeeltelijke wijziging van een onderhandse, niet-converteerbare lening in een converteerbare lening: Real Time Company persbericht 31 juli 2003 *RTC versterkt balans en liquiditeit*

uitgegeven prospectussen, uit persberichten en uit andere documenten.³⁵ De gebruikte documenten zijn te vinden in achterin dit boek opgenomen lijsten.

Om de kennisneming van de documenten te vergemakkelijken, is een aantal daarvan als databestand geplaatst op de bij dit boek gevoegde cd-rom. Dat is dan in de voetnoten van dit boek en in de betreffende lijsten aangeduid met de toevoeging 'O'. Zonder de cd-rom zou het moeilijker zijn de desbetreffende documenten te raadplegen. Prospectussen zijn vaak moeilijk verkrijgbaar enige tijd na uitgifte van de desbetreffende effecten en zeker na het tenietgaan van die effecten. Ondernemingen archiveren hun persberichten wel steeds vaker, maar niet altijd blijvend op hun websites.

De verwijzingen naar voorbeelden van obligatievoorwaarden getuigen van een zekere willekeur.³⁶ Met de verwijzingen wordt niet een integrale en uitputtende behandeling van alle in de praktijk voorkomende soorten en modaliteiten van converteerbare obligaties gepretendeerd, en ook niet van alle bij dit onderzoek betrokken praktijkvoorbeelden.

Plan van aanpak

Voor de onderwerpen die in de verschillende hoofdstukken worden behandeld, verwijs ik naar de desbetreffende inleidingen. Over de indeling in hoofdstukken valt verder het volgende op te merken.

Zoals gezegd, vormen converteerbare obligaties typologisch een categorie tussen zuivere obligaties en aandelen. Het is van belang om te weten wat vóór conversie, en wat na conversie is, onder meer met het oog op de kwalificatie van het conversiebeding en conversie (van obligaties in aandelen) in hoofdstuk 5. Om die reden wordt in *hoofdstuk 1 (Zuivere obligaties)* en *hoofdstuk 2 (Aandelen)* onderzocht wat zuivere obligaties en aandelen in wezen zijn. Doel daarvan is de duiding van de overeenkomsten en verschillen tussen de bedoelde effecten, en tussen de positie van de betreffende houders en de positie van de betreffende uitgevende instellingen.

Hoofdstuk 3 (Functies en vormen van converteerbare obligaties) is vooral beschrijvend. Het doel is praktisch inzicht te verschaffen in de diversiteit van Nederlandse converteerbare obligaties en hun functioneren als financieringsinstrument. Sommige varianten en aspecten worden ontleend aan de Anglo-Amerikaanse praktijk

35 Tenzij anders gemeld, wordt geen rekening gehouden met latere wijzigingen van juridische en financiële condities van de in dit onderzoek genoemde obligatieleningen.

36 De nummers en letters van obligatievoorwaarden en hun onderdelen worden gescheiden door punten, ongeacht de notatie in de oorspronkelijke documenten. Bijvoorbeeld, de verwijzing 'vw. 4.b.1 A Wolters Kluwer 2001/2006^O' betekent: voorwaarde 4 (b) (1) (A) van de Engelstalige *Terms and conditions* die kan worden gevonden op p. 22 van het prospectus 27 november 2001 ter zake van in certificaten van aandelen converteerbare obligaties Wolters Kluwer NV waarvan de hoofdsom € 700.000.000 is, de couponrente 1% bedraagt en de looptijd duurt van 2001 tot 2006

of literatuur.³⁷ Het is niet de bedoeling om alle denkbare en daadwerkelijk voorkomende soorten uitputtend te bespreken. Het onderzoek wordt toegespitst op de belangrijkste soorten en hun onderscheidende karakteristieken. Daarnaast worden enkele aan converteerbare obligaties verwante financieringsinstrumenten beschreven, zoals converteerbare aandelen, warrantleningen en participaties.

Hoofdstuk 4 (Uitgifte) gaat in op het ontstaan van converteerbare obligaties. De nadruk ligt daarbij op vennootschapsrechtelijke aspecten van uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.

In *hoofdstuk 5 (Conversiebeding en conversie)* wordt duidelijk dat de kwalificatie van het conversiebeding en van conversie samenhangen. Na theorievorming wordt de kwalificatievraag toegespitst op de belangrijkste conversievormen. Opnieuw gaat bijzondere aandacht uit naar conversie in nieuwe aandelen.

In *hoofdstuk 6 (Tenietgaan)* worden drie manieren besproken waarop converteerbare obligaties kunnen eindigen, anders dan door conversie (aflossing, opeising en inkoop). Verder komen nog onderwerpen aan bod die samenhangen met het einde van converteerbare obligaties door conversie.

Hoofdstuk 7 (Externe invloeden) heeft betrekking op gebeurtenissen bij en handelingen van de uitgevende instelling. Daarbij is het met name de vraag of die externe invloeden de waarde van converteerbare obligaties aantasten, en hoe de obligatiehouders daartegen beschermd (kunnen) worden.

Het onderzoek is afgesloten op 31 december 2003. In een enkel geval werd nadien verschenen jurisprudentie of literatuur of een nadien opgekomen actualiteit verwerkt.

37 Volgens Grubben 2003/1, p. 17-18, blijft de Europese convertiblemarkt op het vlak van productinnovatie achter bij de Amerikaanse markt: 40% van de Amerikaanse leningen heeft een traditioneel karakter, tegenover 90% van de Europese leningen.

ZUIVERE OBLIGATIES

1.1 Inleiding

Dit hoofdstuk heeft betrekking op zuivere – dat wil zeggen niet-converteerbare – obligaties. De meeste beschouwingen kunnen echter ook worden betrokken op converteerbare obligaties, vanzelfsprekend behalve voor zover het de converteerbaarheid van die laatste betreft. Er wordt ook verwezen naar praktijkvoorbeelden van converteerbare obligaties.

In § 1.2 wordt het wezen van obligaties en een obligatielening besproken. Het is vooral de vraag of de obligaties die tot dezelfde obligatielening behoren, worden beheerst door meerdere, afzonderlijke overeenkomsten of door een meerpartijenovereenkomst.

Men gaat er over het algemeen van uit dat obligaties voortvloeien uit een of meer geldleningen. In § 1.3 wordt onderzocht of dit het geval is. Een probleem kan zijn dat de overeenkomst van geldlening naar heersende opvatting een reële overeenkomst is. Dat zou betekenen dat obligaties niet eerder ontstaan dan op het moment dat daarop is gestort.

Indien een obligatielening wordt beheerst door een meerpartijenovereenkomst, voldoen de voorwaarden daarvan niet aan het in de definitie van artikel 6:231 aanhef en onder a BW vervatte bestemmingscriterium. In § 1.4 wordt onderzocht of de voorwaarden van obligaties (obligatievoorwaarden) niettemin algemene voorwaarden zijn in de zin van de bedoelde wetsbepaling.

Een debitrice die tot schuldsanering of financiële herstructurering gedwongen is, kan uit zijn op wijziging van de voorwaarden van door haar uitgegeven obligaties (zie de inleiding van dit proefschrift). In § 1.5 wordt ingegaan op de wijziging van obligatievoorwaarden. De bedoelde wijziging kan naar huidig recht plaatsvinden met instemming van de houders van de desbetreffende obligaties, onder de vigore van faillissementsrechtelijke regimes en door de gebondenheid van de minderheid van de obligatiehouders aan de wil van de meerderheid.

Converteerbare obligaties, convertibles in het bijzonder, zijn vaak achtergesteld, zie § 1.6.

Convertibles worden vaak onder trustverband uitgegeven. In § 1.7 wordt ingegaan op een aantal algemeen vermogensrechtelijke aspecten die samenhangen met het trustverband.

1.2 Vorderingsrechten uit meerpartijenovereenkomst

Obligaties zijn rechten op betaling van een geldsom.¹ De obligatie van de obligatiehouder en de daartegenoverstaande schuld van de debitrice vormen een verbintenis tot betaling van een geldsom in de zin van afdeling 6.1.11 BW.²

Een obligatie kan op naam, aan order of aan toonder luiden en is, tenzij anders overeengekomen, vrij overdraagbaar. Van de door de wet veelgebruikte term 'schuldbrieven' gaat ten onrechte de suggestie uit dat voor obligaties (ook obligaties op naam) altijd schriftelijke bewijzen worden afgegeven.³ In artikel 2:102 lid 2 BW wordt bijvoorbeeld gesproken van 'schuldbrieven aan toonder'.⁴

Heersende opvatting: samenstel van overeenkomsten – De identieke obligaties die tegelijkertijd en in onderlinge samenhang worden uitgegeven, vormen één obligatielening. Ik gebruik het woord 'obligatielening' hier om een verzameling obligaties te benoemen. Ik hanteer het hierna echter ook om de overeenkomst aan te duiden waaruit één of meer obligaties voortvloeien.

De meeste aan de Euronext Amsterdam Stock Markets genoteerde convertibles (§ 3.3.1) hebben een coupure van of € 1.000 (de oudere obligaties *f* 1.000).⁵ De meeste aan de Stock Markets genoteerde reverse exchangeables (§ 3.3.2) hebben een coupure van € 1.000 tot € 5.000.⁶ Converteerbare obligatieleningen kunnen meerdere miljarden euro groot zijn.⁷

Het is de vraag of de obligaties die tot dezelfde obligatielening behoren, worden beheerst door meerdere, afzonderlijke overeenkomsten of door één meerpartijenovereenkomst. Hamaker meent aan het begin van de twintigste eeuw dat men zich obligaties (aan toonder) kan voorstellen, hetzij als op zichzelf staande geldleningen, het-

1 De effectenrechtelijke duiding van zuivere en converteerbare obligaties valt buiten het bestek van dit onderzoek. Zie Koersen door het effectenrecht 2004, p. 18-46, over het begrip 'effecten'.

2 Het Van Dale Groot woordenboek der Nederlandse taal duidt een obligatie als een verplichting, de passiefzijde van de bedoelde verbintenis.

3 Ik neem aan dat het woorddeel 'brief' in 'schuldbrief' – zoals het zelfstandige naamwoord 'brief' – etymologisch is terug te voeren op een schriftelijke mededeling. Van 'schuldbrieven' wordt gesproken in onder meer: artikel 2:63j lid 1 onder a, b en c, 102 lid 2, 103 lid 1, 164 lid 1 onder a en 274 lid 1 onder a en c BW; artikel 1 onder a Wte 1995, artikel 1 onder g onder 1 Wtb, artikel 4 en 226 Sr Artikel 2 375 lid 1 onder a BW spreekt van 'obligatieleningen'. Artikel 1 lid 4 Fr spreekt van 'obligaties'.

4 In artikel 17 Handelsregisterwet (oud) werd gesproken van 'schuldbrieven op naam en aan toonder'.

5 Ontleend aan Effectengids 2001/2002.

6 Ontleend aan Effectengids 2001/2002.

7 De exchangeables Kreditanstalt für Wiederaufbau 2003/2008 hebben een gezamenlijke omvang van € 5 miljard. Zie voor voorbeelden van converteerbare obligatieleningen van grote omvang, uitgegeven in de informatie, communicatie en technologie-sector: FD 1 november 2000, 'China Mobile plaatst emissie van miljarden'. Zie over enkele andere grote emissies van Europese converteerbare obligatieleningen in het vierde kwartaal van 2001 *International Financial Law Review* 2002

zij als 'aandelen' in één geldlening.⁸ In 1926 oordeelt de Hoge Raad dat in het algemeen tussen de obligatiehouders van dezelfde geldlening niet een nauwere betrekking bestaat dan die tussen de schuldeisers van dezelfde debitrice.⁹ Daaruit is wel afgeleid dat het enkele feit dat obligatiehouders in dezelfde obligatielening deelnemen, tussen hen geen rechtsbetrekking doet ontstaan.¹⁰ De heersende opvatting gaat niet zo ver dat men iedere rechtsbetrekking tussen obligatiehouders onderling ontkent. Toch beschouwt men de obligatielening meestal niet als een meerpartijenovereenkomst, maar als een samenstel van meerdere afzonderlijke, identieke en in samenhang totstandgekomen overeenkomsten.

Pabbruwe spreekt van een door één geldnemer tegelijkertijd aangegaan complex van geldleningen.¹¹ Volgens Kortmann is de obligatielening niet één geldlening, maar vormt zij als geheel een samenhangend complex van afzonderlijke leenovereenkomsten.¹² Hij verwerpt de veronderstelling dat van één overeenkomst (van geldlening) sprake is met het argument dat in dat geval (ongewenst) sprake is van een gemeenschap van goederen. In de door mij in § 1.7.1 geciteerde r.o. 34 uit het *Daf*-arrest spreekt de Hoge Raad van overeenkomsten van geldlening.

Vrije obligatielening – Het hierboven genoemde arrest uit 1926 heeft betrekking op een zo te noemen *vrije* obligatielening. Dat is een obligatielening die niet voorziet in de eventuele gebondenheid van de minderheid van de obligatiehouders aan de wil van de meerderheid (§ 1.5.1). Een *gebonden* obligatielening voorziet daarin wel (§ 1.5.4). Het is mogelijk om in een vrije obligatielening meerdere overeenkomsten te onderscheiden. Dat ligt echter minder voor de hand indien zij is neergelegd in één document. Het is bovendien niet nodig om meerdere overeenkomsten te onderscheiden. De vrije obligatielening kan één meerpartijenovereenkomst zijn tussen de debitrice en alle afzonderlijke obligatiehouders. Die overeenkomst roept zo veel geldverbintenissen in het leven als er obligaties zijn. Aan de ene kant van die verbintenissen staan de obligatiehouders als schuldeisers. Aan de andere kant staat de debitrice als schuldenares. De groep obligatiehouders neemt in omvang af wanneer obligaties eindigen door (vervroegde) aflossing, opeising of conversie.

De gehele vrije obligatielening is verschuldigd aan alle obligatiehouders. De obligatiehouders vormen een pluraliteit van schuldeisers in de zin van artikel 6:15 lid 1 BW. Iedere obligatiehouder is echter afzonderlijk gerechtigd tot uitsluitend de aan

8 Zie Hamaker 1900, p. 313-314. De positie van de obligatiehouder is volgens Hamaker in beide gevallen dezelfde omdat hij in beide gevallen een zelfstandig (uit te oefenen) recht heeft tegen de uitgevende instelling.

9 Zie HR 12 november 1926, *NJ* 1927, p. 218-222 m.nt. E.M. Meijers (NV Koninklijke Hollandsche Lloyd/Weissman). Zie over dit arrest ook § 1.5.1

10 Zie bijvoorbeeld Handboek 1992, nr. 196.

11 Zie Pabbruwe 1979, p. 76.

12 Zie Kortmann 1993, p. 22. Eisma 1995, p. 1022, voetnoot 7, volgt Kortmann.

hem toebehorende obligaties. De obligaties vormen daarom geen gemeenschap van vorderingsrecht in de zin van artikel 6:16 BW. De obligaties vormen ook geen gemeenschap van goederen in de zin van titel 3.7 BW. Daarvoor zou nodig zijn dat de obligaties aan de obligatiehouders gezamenlijk toebehoren, wat niet het geval is.

Indien tussen de houders van vrije obligaties geen contractuele rechtsbetrekking bestaat, is artikel 6:2 BW niet rechtstreeks van toepassing op hun verhouding. Toch wordt wel aangenomen dat zij zich jegens elkaar dienen te gedragen overeenkomstig de eisen van redelijkheid en billijkheid.

In dit verband kan een passage worden aangehaald uit de parlementaire geschiedenis van het niet-ingevoerde ontwerp-artikel 3.6.2.6 (bewind over obligaties onder trustverband).

‘De ondergetekende wijst er nog op dat ook zonder uitdrukkelijke bepaling voldoende voor de hand ligt dat artikel 6.1.1.2 op de rechtsverhouding tussen de houders van schuldbrieven analogisch kan worden toegepast [...]. Dit geldt zowel wanneer artikel 3.6.2.6 van toepassing is, omdat de uitgifte is gepaard gegaan met of is gevolgd door de instelling van een bewind, als wanneer niet tot enige onderbewindstelling is overgegaan.’¹³

Verder valt te wijzen op het arrest van de Hoge Raad van 8 juli 1987.¹⁴ Daarin wordt onder verwijzing naar de parlementaire geschiedenis van de Faillissementswet gewezen op de goede trouw die een schuldeiser jegens zijn medeschuldeisers in acht heeft te nemen.¹⁵

Gebonden obligatielening – Heden ten dage zijn de meeste obligatieleningen gebonden. Zoals gezegd, zijn dat obligatieleningen die voorzien in de eventuele gebondenheid van de minderheid van de obligatiehouders aan de wil van de meerderheid (§ 1.5.4). Nog meer dan de in één document neergelegde vrije obligatielening, ligt het voor de hand de gebonden obligatielening te beschouwen als een meerpartijenovereenkomst. Anders zou men een nog groter aantal samenhangende overeenkomsten moeten onderscheiden: niet alleen tussen de debitrice en de obligatiehouders afzonderlijk, maar ook tussen de obligatiehouders onderling. Dit geldt eens te meer voor obligatieleningen die een bepaling bevatten waarin de obligatiehouders worden verondersteld de voorwaarden (ook) onderling te zijn overeengekomen.¹⁶ In de constellatie van een meerpartijenovereenkomst zijn obligaties te beschouwen als parallel

13 Parl. Gesch. Boek 3, p. 567. Uniken Venema 1972, p. 350, is kennelijk een andere mening toegedaan, gezien zijn pleidooi om de norm van goede trouw te introduceren ten aanzien van de relatie tussen obligatiehouders die ten opzichte van elkaar niet verkeren in enige contractuele, vennootschapsrechtelijke of eigendomsrechtelijke relatie

14 HR 8 juli 1987, *NJ* 1988, 104 m nt. W.C.L. van der Grinten (Loeffen q.q./Bank Mees en Hope NV), r.o. 3.4

15 Van der Feltz I, p. 449.

16 Bijvoorbeeld: vv. 7.1 Ballast Nedam 1997/2002^o; vv. 7.1 BAM 1997/2004^o; vv. 7.1 Frans Maas 1991/1996/1999^o; vv. 7.1 Stork 1998/2005^o.

lopende verbintenissen, waarop haaks staan de tussen de obligatiehouders geldende verbintenissen.

Complexere figuren – Bij een converteerbare obligatielening kunnen nog meer partijen betrokken zijn. Indien de obligaties converteerbaar zijn in nieuwe (certificaten van) aandelen van een andere vennootschap dan de debitrice is ook een derde-conversievennootschap partij (complex driehoeksconversie, § 5.8). Indien de obligaties converteerbaar zijn in nieuwe certificaten van aandelen is ook een AK partij (§ 5.9). Indien een obligatielening onder trustverband wordt uitgegeven, is normaal gesproken ook de trustee partij (§ 1.7.3).

Indien de obligatiehouders niet allen partij zijn bij dezelfde meerpartijenobligatielening, ligt het voor de hand om aan te nemen dat iedere afzonderlijke obligatiehouder partij is bij een meerpartijenovereenkomst tussen hem, de debitrice en de eventuele anderen (de derde-conversievennootschap en/of het AK en/of de trustee).

Summiere wettelijke regeling meerpartijenovereenkomst – De wettelijke bepalingen betreffende verbintenisscheppende overeenkomsten zijn niet toepasselijk op meerpartijenovereenkomsten, voor zover de strekking van de betrokken bepalingen in verband met de aard van de overeenkomst zich daartegen verzet, artikel 6:213 lid 2 BW. Het gaat, gedeeltelijk via de schakelbepaling van artikel 6:216 BW, om de bepalingen in de afdelingen 6.5.1-6.5.4 BW.

De wettelijke bepalingen betreffende wederkerige overeenkomsten (in afdeling 6.5.5 BW) vinden overeenkomstige toepassing op overeenkomsten waaruit tussen meer dan twee partijen verbintenissen voortvloeien, voor zover de aard van de overeenkomst zich daartegen niet verzet; aldus artikel 6:279 lid 1 BW.

Artikel 6:213 lid 2 BW geldt ook voor de bepalingen van titel 3.2 BW, omdat die mede voor obligatoire overeenkomsten zijn geschreven.¹⁷ Omdat titel 3.2 BW geen ‘bepalingen betreffende overeenkomsten’ bevat, zou een strikte uitleg van artikel 6:213 lid 2 BW betekenen dat de bepalingen in de genoemde titel altijd toepasselijk zijn, ongeacht de vraag of de strekking van een bepaling zich in verband met de aard van de meerpartijenovereenkomst verzet tegen toepassing. Een meer coulante interpretatie wordt gerechtvaardigd door de techniek die de wetgever koos.¹⁸

Drion merkt op dat het ‘binaire’ karakter van ons overeenkomstenrecht zijn stempel heeft gezet op alle leerstukken van dit deel van het civiele recht.¹⁹ De verscheidenheid en complexiteit van de mogelijke verhoudingen binnen meerpartijenovereenkomsten is te groot

17 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 392.

18 Zie ook Parl. Gesch. Boek 6, p. 838, over de (on)toepasselijkheid van de bepalingen betreffende overeenkomsten op meerpartijenovereenkomsten, onmiddellijk waarna de toepasselijkheid van titel 3.2 BW op overeenkomsten wordt benadrukt.

19 Drion 1982, p. 4.

om specifiek te regelen hoe het voor zuiver bilaterale verbintenissen geldende recht op multilaterale meerpartijenovereenkomsten moet worden toegepast. Daarom heeft de wetgever gekozen voor de geschetste oplossing. Artikel 6:213 lid 2 BW repareert het surplus aan toepasselijke bepalingen in de afdelingen 6.5.1-6.5.4 BW. Artikel 6:279 lid 1 BW repareert de leemtes ten aanzien van de bepalingen in de afdeling 6.5.5 BW. Volgens Linssen dient dit 'flexibel instrumentarium' het 'maatwerk' dat meerpartijenovereenkomsten verlangen.²⁰ Ook de Toelichting Meijers op het ontwerp-artikel 6.5.1.1 (het huidige artikel 6:213 BW) verklaart de summiere aard van de wettelijke regeling betreffende de meerpartijenovereenkomsten.²¹ Er ligt een soortgelijk motief ten grondslag aan de analoge toepassing van de bepalingen betreffende wederkerige overeenkomsten. Ook deze zijn opgesteld met het oog op tweezijdige overeenkomsten.²² De Toelichting Meijers op ontwerp-artikel 6.5.4.22 (het huidige artikel 6:279 BW) merkt ter onderscheiding van meerpartijenovereenkomsten op dat bij een wederkerige tweepartijenovereenkomst *elk* der partijen een verbintenis op zich neemt ter verkrijging van een door haar daartegenover bedongen vordering op de wederpartij. Te dien aanzien kunnen de wettelijke bevoegdheden voor beide partijen zonder onderscheid worden geformuleerd. Hetzelfde kan niet worden gesteld ten aanzien van meerpartijenovereenkomsten: 'Enerzijds is er nu geen reden, bij zulke asymmetrische overeenkomsten iedere ontbinding of opschorting van nakoming uit te sluiten, anderzijds kan men onmogelijk in dit opzicht aan elk der partijen dezelfde bevoegdheden toekennen.'²³

Selectieve toepassing wetsbepalingen – Uit het voorgaande blijkt dat men de bepalingen van titel 3.2 en afdelingen 6.5.1-6.5.5 BW kan en moet toepassen op meerpartijenovereenkomsten, zij het selectief. Het wettelijk criterium is de 'aard van de overeenkomst'. De wetgever doelt daarmee op de eigen aard van een concrete meerpartijenovereenkomst. Men kan niet volstaan met de constatering dat niet van twee, maar een groter aantal partijen sprake is.

Hierover maakt Hardenberg enige opmerkingen. Hij stelt dat de eigen aard van een meerpartijenovereenkomst wordt bepaald door de overeenkomst zelf in verband met het meervoud van partijen en de rol die zij in het gegeven geval spelen. Het recht is geen kwestie van tellen maar van verhoudingen. De getallen zijn (naar klassiek 'Pythagoreisch'

20 Zie Linssen 1995, p. 1266.

21 Toelichting Meijers Boek 6, p. 733-734

22 Artikel 6:261 lid 1 BW noemt een overeenkomst wederkerig, indien elk van beide partijen een verbintenis op zich neemt ter verkrijging van de prestatie waartoe de wederpartij zich daartegenover jegens haar verbindt. Uit een wederkerige overeenkomst vloeien dus ten minste twee wederkerige hoofdverbintenissen voort. Menkveld 1993, onderscheidt ten onrechte twee verbintenissen in één verbintenis. Het is onjuist om de actiefzijde van de ene verbintenis (het recht op ontvangst van een prestatie) te herformuleren tot de passiefzijde van een andere verbintenis (de plicht een prestatie in ontvangst te nemen). Doet men dat wel, dan kan ook iedere tweepartijenovereenkomst wederkerig worden genoemd.

23 Toelichting Meijers Boek 6, p. 803-804.

inzicht) vooral verhoudingen, omdat de prestaties van de partijen niet louter mogen worden opgeteld, maar, evenals in de muziek, in een functionele verhouding tot elkaar staan.²⁴

Het komt er dus op aan om de (niet-)toepasselijkheid van de verschillende wetsbepalingen te beoordelen naar de eigen aard van de obligatielening als meerpartijen-overeenkomst.

Een aantal aspecten vereist een specifieke benadering.²⁵ Zonder volledigheid te pretenderen, noem ik hier kort een aantal algemene kwesties. Over het algemeen is onduidelijk wat het gevolg moet zijn van de *nietigheid* of *vernietiging* van de deelneming van een partij voor de deelneming van de overige partijen bij een meerpartijenovereenkomst, zie de artikelen 3:39-40 en 44 BW. Linssen bepleit eventuele partiële vernietiging door overeenkomstige toepassing van artikel 3:41 BW.²⁶ Een andere weg is mogelijk. Zoals gezegd, geldt artikel 6:213 lid 2 BW ook voor titel 3.2 BW. De daarin vervatte bepalingen betreffende nietigheid en vernietiging kunnen daarom buiten toepassing blijven op meerpartijenovereenkomsten, voor zover de strekking van de betrokken bepalingen in verband met de aard van de overeenkomst zich daartegen verzet.

Om de vernietigbaarheid van (delen van) een meerpartijenovereenkomst wegens *dwaling* van één van de partijen te bereiken, kan ook artikel 6:228 BW selectief worden toegepast. Hetzelfde geldt voor artikel 6:262 BW, waar het de vraag is of partijen bij een (gedeeltelijk) wederkerige meerpartijenovereenkomst bevoegd zijn tot opschorting van de nakoming van hun verplichtingen indien één der partijen haar verbintenis niet nakomt (*exceptio non adimpleti contractus*).

De leden 2 en 3 van artikel 6:279 lid 1 BW geven in aanvulling op artikel 6:265 BW enkele regels over *ontbinding*. De partij die een verbintenis op zich heeft genomen ter verkrijging van een daartegenover van één of meer der andere partijen bedongen prestatie, kan haar recht op ontbinding baseren op een tekortkoming in de nakoming van een verbintenis jegens haarzelf. Schiet een partij met samenhangende rechten en verplichtingen zelf tekort in de nakoming van haar verbintenis, dan kunnen in ieder geval de overige partijen gezamenlijk de overeenkomst ontbinden. Het is wettens of een ontbinding gedeeltelijk kan zijn, in die zin dat zij tussen niet alle partijen wordt bewerkstelligd, zie artikel 6:270 BW.

24 Zie Hardenberg 1983, p. 815-816. Daarmee stemt in De Kluiver 1997/1, p. 55.

25 Zie onder meer: Drion 1982, p. 1-11, Hardenberg 1983, p. 816-837, De Kluiver 1997/1, p. 57-64

26 Zie Linssen 1995, p. 1266

1.3 Overeenkomst van geldlening

Heersende opvatting: geldlening – Men gaat er over het algemeen van uit dat obligaties voortvloeien uit één of meer geldlening(en).²⁷ Op de geldlening, een overeenkomst van verbruiklening van geld, zijn nog steeds de artikelen 7A:1791-1806 BW van toepassing.²⁸ In de door Meijers ontworpen titel 7.2 BW (Verbruikleen) is afdeling 7.2.2 (Verbruikleen van geld) aan de geldlening gewijd.²⁹ De genoemde titel is echter (nog) niet ingevoerd.

Betrekkelijkheid van betekenis van kwalificatie als geldlening – De wetgever beschouwt de geldlening als een alledaagse overeenkomst. De gedachte is dat dergelijke overeenkomsten slechts in hoofdlijnen aan de partijen voor ogen plegen te staan. De wetgever heeft deze overeenkomst benoemd om zo de rechtsgevolgen ervan te regelen.³⁰ De in de artikelen 7A:1791-1806 BW vervatte regeling is tamelijk summier en van regelend recht. Obligatieleningen zijn meestal gedetailleerde overeenkomsten die afwijken van de wettelijke regeling. Zij zijn moeilijk te beschouwen als afspraken in hoofdlijnen waaraan de wet nadere invulling geeft. Daarom kan vooropgesteld worden dat de praktische betekenis van de kwalificatie van de obligatielening als een (of meer) geldlening(en) betrekkelijk is.

Reële overeenkomst – Volgens de huidige wetsbepalingen zijn de overeenkomsten van verbruiklening en van geldlening reële overeenkomsten.³¹ Uit artikel 7A:1791 BW volgt namelijk dat voor de totstandkoming ervan naast wilsovereenstemming ook afgifte van de leensom nodig is. Overigens volgt uit artikel 7A:1792 BW dat de afgifte gepaard dient te gaan met ‘eigendomsoverdracht’.³² Van eigendomsoverdracht is niet altijd sprake, omdat de eigendom van giraal geld juridisch onmogelijk is.³³

Het behoeft geen betoog dat dikwijls behoefte bestaat aan de gebondenheid vóór de afgifte van een leensom. Het lijkt mij onwenselijk om aan te nemen dat die gebon-

27 Zie onder meer: Toelichting Meijers Boek 7 op ontwerp-afdeling 7.2.1 (Verbruikleen van geld), p. 884; Van der Grinten, p. 121; Pabbruwe 1974, p. 150-151; Ballendux 1975, p. 139, Perrick 1992, p. 121; Eisma 1999, p. 19. Zie ook: HR 12 november 1926, *NJ* 1927, p. 218-222 m.nt. E.M. Meijers (Koninklijke Hollandsche Lloyd/Weissman), en de door mij in § 4.6.3 geciteerde r.o. 3.4 uit het *Daf*-arrest van de Hoge Raad. Anders: Van Nierop 1932. Deze beschouwt het rechtskarakter van een obligatielening als een overeenkomst tot verstrekking van ‘kapitaal’, waarbij de geldnemer zich verbindt aan de geldgever voor de ontvangen som een aantal schuldbekentenissen aan toonder af te geven. Deze visie is bestreden door Van der Feltz 1933.

28 Zie over de overeenkomst van (en tot) geldlening. Pabbruwe 1974; Ballendux 1981, Hoofdstuk 1; Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 108-120; Van Zeven 1998, Hoofdstuk XI.

29 Tekst Meijers Boek 7, p. 251-252, Toelichting Meijers Boek 7, p. 882-890.

30 Zie Van Zeven 1998, p. 1.

31 Zie over reële overeenkomsten Asser/Hartkamp 4-II 2001, nrs. 53-58.

32 Zie Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 93.

33 Zie Rank 1996, p. 95.

denheid voortvloeit uit een voorovereenkomst *tot* geldlening. Voor de totstandkoming van de beoogde overeenkomst *van* geldlening zou dan namelijk niet alleen noodzakelijk zijn dat de uitlener een leensom verschaft, maar ook dat uit- en inlener nieuwe wilsovereenstemming bereiken. Bij de inschrijving op een obligatielening en de daaropvolgende toewijzing zou ik dan ook niet, zoals Kleijn dat doet, van een voorovereenkomst willen spreken (§ 4.2).³⁴

Een juiste zienswijze is dat een eerder gesloten overeenkomst tot geldlening voortbestaat na de verschaffing van de leensom. De afgifte heeft tot gevolg dat het wettelijke regime betreffende geldlening in werking treedt. In deze voorstelling van zaken is echter geen nieuwe wilsovereenstemming nodig.³⁵ Hartkamp tekent daar nog bij aan dat de verschaffing van de geldsom geen bloot feit is, maar dat de leensom ten titel van geldlening ter hand wordt gesteld.³⁶ In de door mij gekozen benadering brengt de inschrijving op en toewijzing van obligaties een overeenkomst tot stand. Deze overeenkomst wordt een geldlening door de afgifte van het obligatievermogen aan de debitrice.

De genoemde ontwerp-titel 7.2 BW geeft de geldlening een consensueel karakter. Ontwerp-artikel 7.2.2.1 bepaalt namelijk dat verbruikleen van geld de overeenkomst is waarbij de uitlener zich verbindt aan de lener een geldsom te verstrekken, en de lener zich verbindt aan de uitlener een som geld terug te betalen. De meeste auteurs stemmen daarmee in.³⁷

Ruime interpretatie wettelijk vereiste van afgifte van leensom (zes aspecten) – In het vervolg van deze paragraaf noem ik zes aspecten die tonen dat de wettelijk vereiste afgifte van het leenbedrag ruim wordt geïnterpreteerd. Deze interpretatie is zo ruim, dat de afgifte in feite een obsoleet vereiste is geworden. Er bestaat naar mijn mening geen bezwaar tegen om op het consensuele karakter van de geldlening te anticiperen (zie met name aspect 3).

Ongelijkheid afgegeven en af te lossen bedrag (aspect 1) – Het is naar de huidige opvattingen mogelijk dat bij geldlening een ander geldbedrag wordt afgegeven dan moet worden afgelost. Het afgegeven bedrag kan lager zijn dan het af te lossen bedrag. In de praktijk komt het voor dat men zogenoemde *zero coupon* obligaties (die geen recht op rente geven) uitgeeft tegen een korting. De vergoeding van de obligatiehouder bestaat dan in het verschil met het hogere nominale bedrag dat moet worden afgelost. Een ander voorbeeld is de zogenoemde ‘overgenomen’ emissie van obligaties. Daarbij worden de obligaties tegen een korting uitgegeven aan een emissie-

34 Zie Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 91.

35 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 57, noemt Suyling en Losecaat Vermeer als architecten van deze constructie. Zie ook Meijers 1948, p. 317. Anders echter Toelichting Meijers Bock 7, p. 882.

36 Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 58.

37 Zie o.a.: Commissie Boek 7 1974, p. 840, Pabbruwe 1974, p. 149. Anders Willemse 1978, en dezelfde 1979.

syndicaat, waarna dit de obligaties tegen de volle waarde overdraagt aan beleggers. Het verschil is de vergoeding van het syndicaat voor het bij de emissie gelopen risico.

Het afgegeven bedrag kan ook hoger zijn dan het af te lossen bedrag. Het verschil geldt dan vaak als vergoeding voor de debitrice, bijvoorbeeld vanwege een relatief hoge couponrente of het recht van de obligatiehouder om in aandelen te converteren.

Door de afgifte van een ander bedrag dan moet worden afgelost, verliest de overeenkomst niet haar karakter van geldlening. Dit is de strekking van het betoog van Kleijn, waarbij hij zich beroept op artikel 1802 BW (oud). Zijn redenering is dat de wet toelaat om rente te bedingen (het 'normaal-type' geldlening wordt om niet overeengekomen). Hij ziet geen reden om niet toe te staan (ten bate van de uitlener) af te wijken van de volledige gelijkheid van het afgegeven bedrag en het terug te betalen bedrag.³⁸ Door het schrappen van het genoemde wetsartikel heeft Kleijns argument aan kracht gewonnen.³⁹ In de definitie van ontwerp-artikel 7.2.1.1 maakt het niet uit welk bedrag wordt afgegeven en afgelost.⁴⁰

Volgens het in artikel 6:111 BW neergelegde nominaliteitsbeginsel is voor de omvang van de te verrichten prestatie slechts relevant de nominale waarde van de verschuldigde som, ongeacht fluctuaties in de reële waarde ervan.⁴¹ Van het nominaliteitsbeginsel kan contractueel worden afgeweken.⁴² Geen afwijking van het nominaliteitsbeginsel is de relatering van het aflossingsbedrag aan een relatief stabiele maatstaf, zoals de prijs van een veel verhandeld goed, zoals goud, zilver of ruwe olie of een effectenindex. Van het nominaliteitsbeginsel wordt ook niet afgeweken indien het aflossingsbedrag van obligaties hoger is dan hun nominale bedrag.⁴³ Het nominaliteitsbeginsel heeft betrekking op de nominale waarde van de verschuldigde som. De bij aflossing van obligaties verschuldigde som kan afwijken van hun nominale bedrag.

Verschaffing van giraal geld (aspect 2) – De afgifte hoeft niet te bestaan in de overdracht van de eigendom van chartaal geld.⁴⁴ Ook girale betaling is geldig, en zelfs gebruikelijk.⁴⁵ Giraal geld wordt verschaft door storting of overboeking op een bank- of girorekening, waardoor de rekeninghouder/begunstigde een vordering verkrijgt op een bank- of giro-instelling.⁴⁶ Zie ook artikel 6:114 BW, waarin wordt vastgesteld dat

38 Zie Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr 111. Zie ook Ballendux 1981, p. 38-39.

39 Parl. Gesch. Aanpassing BW (Inv. 3, 5 en 6), p. 435.

40 Toelichting Meijers (op ontwerp-artikel 7.2.1.1 BW), p. 884-885. Zie ook Molenaar 2001, p. 31-32.

41 Zie Rank 1996, hoofdstuk IX, over de betaling van een geldschuld naar haar nominale bedrag.

42 Rank 1996, p. 126-127.

43 Aan het einde van de looptijd van de convertibles Getronics 2000/2005^o dient 116,01% van hun nominale waarde te worden afgelost (vw. 3.1).

44 Zie Rank 1996, p. 159-161, over het rechtskarakter van betaling van chartaal geld.

45 Zie: Ballendux 1981, p. 34, Asser/Kleijn 5-IV 1988, nrs 94 en 112; Molenaar 2001, p. 34-35.

46 Zie Rank 1996, p. 189-195, over het rechtskarakter van betaling van giraal geld.

verbintenissen tot betaling van een geldsom in beginsel kunnen worden voldaan door girale betaling.

Verschaffing van een vordering op uitlener (aspect 3) – De Hoge Raad is van oordeel dat onder de vereiste afgifte ook een ‘veronderstelde’ afgifte is te verstaan: ‘een regeling [...] welke maakt dat feitelijke afgifte ten titel van verbruikleen door den uitlener niet meer behoeft te geschieden’.⁴⁷ In de onderhavige zaak ging het om het gelijktijdig sluiten van een lening en een deposito-overeenkomst. Deze transacties gingen niet gepaard met de feitelijke terhandstelling of girale betaling van de desbetreffende geldsom(men). De Hoge Raad wekt de indruk aan het reële karakter van de geldlening vast te houden. Hij accepteert echter dat partijen een regeling treffen die feitelijke afgifte overbodig maakt. In het onderhavige geval werd afgifte verondersteld door de verschaffing van een vordering uit een deposito-overeenkomst.⁴⁸ Ik leid hieruit af dat de afgifte erin kan bestaan dat de uitlener een vordering verschaft aan de inlener, waarvan de eerstgenoemde zelf de schuldenaar is. Een stap verder is dat die vordering uit de geldlening zelf voortvloeit.

Geen afgifte aan hoofdelijk verbonden inlener (aspect 4) – In een ander arrest oordeelt de Hoge Raad dat bij het aangaan van een lening met twee of meer zich hoofdelijk tot teruggave verbindende schuldenaren, ten aanzien van allen wordt voldaan aan de eis van de afgifte van een leensom indien het geld aan één van hen wordt afgegeven.⁴⁹

Omzetting van willekeurige geldverbintenis in leenverbintenis (aspect 5) – Een bestaande vordering uit een willekeurige rechtsverhouding – bijvoorbeeld een schenking of koop – kan naar heersende opvatting worden omgezet in een vordering uit geldlening (zie § 5.5).

47 Zie HR 3 april 1957, *NJ* 1961, 569 (Ontvanger/Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken NV). Zie ook HR 26 maart 1958, *NJ* 1958, 399 m.nt. D.J.V. (Provinciale Limburgse Elektriciteits Maatschappij NV/Ontvanger). Volgens Ballendux 1981, p. 6, heeft de Hoge Raad de problematiek van de geldlening als reëel contract met deze arresten op een zijspoor gereden langs een door Loosecaat Vermeer opgestelde wissel. Loosecaat Vermeer 1930/1, p. 412–413, is van mening dat men de voorovereenkomst tot geldlening kan beschouwen als een overeenkomst die slechts verplicht tot de afgifte van de leensom. Nieuwe wilsovereenstemming is volgens hem niet nodig, de voorovereenkomst ‘slaat om’ in een geldlening.

48 De deposito-overeenkomst was, naar ik aanneem, een overeenkomst van oneigenlijke bewaarneming. Vergelijk Rank 1996, p. 215. Schuttevåer 1957, p. 494–495, legt de deposito-overeenkomst uit als een overeenkomst tot verbruiklening van geld. Hij komt na een complexe analyse tot de conclusie dat gelijktijdig twee geldleningen werden aangegaan.

49 Zie HR 18 mei 1962, *NJ* 1962, 227 (Ontvanger/Pakhuismeesteren NV). Zie ook Molenaar 2001, p. 37–38.

Afgifte of terugbetaling van andere goederen dan geldsom (aspect 6) – Een geldlening kan tot stand komen door de afgifte van andere goederen dan een geldsom.⁵⁰ Deze figuur moet men overigens onderscheiden van twee andere gevallen. Het eerste is dat de uitlener goederen verschafft die door de inlener te gelde worden gemaakt. Het tweede geval is dat aan de eigendomsoverdracht van de goederen een andere titel ten grondslag ligt.

De hier bedoelde figuur is min of meer het omgekeerde van de aflossing van een geldlening door de terugbetaling van andere goederen dan geld.⁵¹ Die figuur is belangrijk bij de conversie van obligaties in aandelen (§ 5.6.4).

1.4 Algemene voorwaarden

In § 1.2 stelde ik dat een obligatielening over het algemeen bestaat in een meerpartijenovereenkomst. De voorwaarden daarvan voldoen niet aan het in de definitie van artikel 6:231 aanhef en onder a BW vervatte bestemmingscriterium. Het moet immers gaan om bedingen die zijn opgesteld teneinde in een aantal overeenkomsten te worden opgenomen.⁵² Aan het criterium voldoen wel de voorwaarden van een obligatielening die wordt beheerst door een samenstel van overeenkomsten.⁵³ Hetzelfde geldt voor obligatievoorwaarden die zijn opgenomen in raamprospectussen. Die techniek wordt wel gebruikt door bankinstellingen bij de uitgifte van reverse exchangeables (§ 3.3.2).

Mijns inziens zijn voorwaarden (met uitzondering van de kernbedingen) van een obligatielening die wordt gevormd door één meerpartijenovereenkomst, rechtstreeks onderworpen aan het regime van afdeling 6.5.3 BW.⁵⁴ Die voorwaarden zijn niet opgesteld teneinde in een aantal *overeenkomsten* te worden opgenomen, maar wel teneinde te worden opgenomen in een meerpartijenovereenkomst die een aantal parallelle *vorderingsrechten* beheerst.

Men aanvaardt een zekere reflexwerking van de artikelen 6:236-238 BW via de open norm van artikel 6:233 aanhef en onder a BW (en wellicht via artikel 6:248 lid 2 BW). Dit betekent dat de genoemde artikelen ook toepasselijk kunnen zijn op alge-

50 Zie Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 112, Losecaat Vermeer 1930/2, p. 432-433

51 Vergelijk Ballendux 1981, p. 37

52 De Kluiver 1997/1, p. 68, noemt als ander mogelijk argument tegen de toetsing van de in een trustakte vervatte obligatievoorwaarden aan wetgeving inzake algemene voorwaarden, dat die voorwaarden in eerste instantie worden overeengekomen tussen de inlenende instelling en de trustee.

53 Zie ook Kortmann 1993, p. 30, die meent dat een obligatielening uit meerdere (leen)overeenkomsten bestaat

54 Anders De Kluiver 1997/1, p. 68-69 Zijn argument is dat het karakter van effecten, vooral indien zij beursgenoteerd zijn, wel heel erg verschilt van het type goederen en diensten dat de (nationale en Europese) wetgever voor ogen heeft gestaan. Naar Duits recht zijn obligatievoorwaarden algemene voorwaarden, zie Von Ilberg en Ehrlich 2002, p. 33.

mene voorwaarden die worden gebruikt buiten het gebied van consumententransacties.⁵⁵ Niet valt uit te sluiten dat dit van belang is voor obligaties die worden uitgegeven en overgedragen binnen een kring van professionele beleggers, zoals institutionele beleggers en hedgefondsen.

Ik wijs nog op het vermoedelijk onredelijk bezwarende beding dat wordt genoemd in artikel 6:237 onder c BW. Dat beding verleent de gebruiker de bevoegdheid een prestatie te verschaffen die wezenlijk van de toegezegde prestatie afwijkt (tenzij de wederpartij bevoegd is in dat geval de overeenkomst te ontbinden). Het conversiebeding bij converteerbare obligaties lijkt niet als een dergelijk grijs beding te kunnen worden gekwalificeerd. Het conversiebeding is niet een algemene voorwaarde. Het geeft immers de kern aan van de bij converteerbare obligaties (subsidiar) bedongen prestatie.⁵⁶ Afgezien daarvan is de verschaffing van conversieaandelen subsidiair bedongen en dus toegezegd, met dien verstande dat zij afhankelijk is van (inwerkingtreding van) de conversie. De Kluiver ziet een probleem ten aanzien van een beding tot eenzijdige wijziging van voorwaarden.⁵⁷ Bij convertibles valt te denken aan de eenzijdige verlaging van de conversieprijs door de debitrice/conversievennootschap (§ 6.6.2). Het laatstgenoemde beding is mijns inziens niet bezwarend, omdat het de convertiblehouder slechts in staat stelt om op gunstiger voorwaarden te converteren.

1.5 Wijziging van obligatievoorwaarden

1.5.1 Uitgangspunt: geen gedwongen wijziging

Uitgangspunt is dat de voorwaarden van obligaties niet kunnen worden gewijzigd zonder de instemming van de houders van de desbetreffende obligaties.⁵⁸ Dat is naar huidig recht (zie § 1.5.3 voor oud recht) alleen anders onder de vigore van faillissementsrechtelijke regimes (§ 1.5.2) en indien een obligatielening gebonden is (§ 1.5.4). Overigens kan de wijziging van obligatievoorwaarden resulteren uit een openbaar bod (§ 7.5.2).

Wanneer een debitrice tot schuldsanering of financiële herstructurering gedwongen is en een wijziging van obligatievoorwaarden voorstelt aan haar obligatiehouders (zie de inleiding van dit proefschrift), zullen afzonderlijke obligatiehouders veelal aarzelen om daarmee in te stemmen zolang zij niet zeker weten dat alle obligatiehouders en eventuele andere schuldeisers zich ook daaraan zullen binden (men

55 Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr 368

56 Zie over kernbedingen: Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr 348.

57 De Kluiver 1997/1, p 69

58 Zie voor Belgisch recht Benoît-Moury en Croes 2000, p 46-47

spreekt wel van een *prisoners dilemma*). Een ander probleem is praktisch van aard: obligatiehouders zijn doorgaans anoniem en dus niet of moeilijk individueel te benaderen. De genoemde problemen kunnen de wijziging van obligaties krachtens een schuldeisers- of obligatiehoudersakkoord belemmeren.⁵⁹

Dat obligatiehouders in beginsel vrij zijn om wel of niet in te stemmen met een wijziging van de voorwaarden van hun obligaties, blijkt al in 1926 uit een arrest van de Hoge Raad. De Hoge Raad spreekt zich daarin uit over de verplichting van een obligatiehouder zich neer te leggen bij een reorganisatieregeling waarbij wijziging wordt gebracht in de bij de geldlening overeengekomen rente wanneer de debitrice in betalingsproblemen is geraakt. Hij oordeelt in de eerste plaats dat de aard van een obligatielening niet meebrengt dat de obligatiehouder niet een gewoon schuldeiser van de debitrice is, in die zin dat een bijzondere plicht bestaat van de obligatiehouder *jegens de debitrice* om zich bij de reorganisatie neer te leggen. In de tweede plaats blijkt volgens de Hoge Raad niet dat in het algemeen *tussen de obligatiehouders van dezelfde geldlening* een nauwere betrekking bestaat dan die tussen de schuldeisers van dezelfde schuldenaar. De betrekking die in het algemeen bestaat tussen schuldeisers van dezelfde debitrice, heeft niet tot gevolg dat, buiten de genoemde bijzondere wettelijke regimes, de ene schuldeiser gebonden wordt door besluiten van andere schuldeisers of door met de debitrice getroffen regelingen waarin hij niet deelneemt.⁶⁰

Er is latere, lagere jurisprudentie waarin de vrijheid om wel of niet met een onderhands akkoord in te stemmen, is beknot.⁶¹ Van de bedoelde contractsvrijheid kan worden afgeweken indien de weigering van een schuldeiser om een onderhands akkoord te aanvaarden, zó ongegrond is dat zij moet worden aangemerkt als misbruik van bevoegdheid (3:13 BW) of onrechtmatige daad (6:162 BW), of dat zij onaanvaardbaar is naar maatstaven van de jegens de schuldenaar te betrachten redelijkheid en billijkheid (6:2 en 248 BW).⁶²

1.5.2 *Surseance van betaling en faillissement*

De wet biedt de mogelijkheid om in geval van surseance van betaling (artikel 273 Fw) en faillissement (artikel 157 Fw) de houders van alle obligaties uit een obliga-

59 Zie Déking Dura 1886, en Gilissen 1922, over de – kennelijk oude – behoefte aan organisatie van obligatiehouders

60 Zie HR 12 november 1926, *NJ* 1927, p. 218-222 m.nt. E.M. Meijers (Koninklijke Hollandsche Lloyd/Weissman).

61 Zie daarover Van de Vorst en Schild 2003, p. 24

62 Rb. Zwolle 26 april 1996, *KG* 1996, 192 (Angeneind/Computer 2000 BV); Hof Leeuwarden 10 september 1997, *NJ* 1998, 930 (Budibon BV/Koster), r.o. 3, Hof 's-Hertogenbosch 27 oktober 1997, *JOR* 1998/65 (Spoelstra/Kerkhof en Wekking Internationaal Expeditiebedrijf BV); Hof 's-Gravenhage 21 januari 1999, *NJ* 2000, 76 (Stichting Abri/Sluis), r.o. 2.8-2.9. Zie over het onderhands dwangakkoord ook Nethe 2003

tieling tot een akkoord te brengen. Die mogelijkheid kan ook worden aangewend indien een deel van de obligatiehouders instemt met een schuldsanering, en men de houders van obligaties uit een andere (vrije of gebonden) obligatieleningen van dezelfde debitrice, al dan niet onder tijdsdruk, tot een akkoord wil dwingen.

Zie voor de homologatie van het door NV Bredero Vast Goed (Breevast) gedeponeerde surseance-akkoord: Rb Utrecht 9 augustus 1989, *NJ* 1990, 399. In dit akkoord wordt aan de kleinere schuldeisers een bedrag in contanten aangeboden en aan de grotere omzetting van vorderingen in certificaten van aandelen. De rechtbank oordeelt (onder meer) dat de wet met betrekking tot de inhoud van een akkoord geen voorschriften geeft en het derhalve niet is uitgesloten dat een akkoord voorziet in een andere vorm van bevrediging der schuldeisers dan die van betaling in contanten.

Een spraakmakend voorbeeld is de wijze waarop Versatel Telecom International NV (Versatel) haar schulden saneerde (men spreekt wel van de 'Versatel-route'). Deze NV is genoteerd aan Euronext Amsterdam en aan de Amerikaanse Nasdaq. Zij werd vanwege een negatief eigen vermogen begin maart 2002 op het zogenoemde 'strafbankje' van de Amsterdamse beurs geplaatst. Versatel verzocht de Rechtbank Amsterdam, ondanks voldoende kasgeld, om surseance van betaling. (Ook startte zij een *Chapter 11*-procedure in de Verenigde Staten.) Tegelijkertijd deed zij een aanbod aan de houders van een aantal zuivere en converteerbare obligatieleningen (waaronder Versatel 2000/2005⁶³), waarvan een meerderheid het aanbod reeds steunde. Voor zover hier van belang, kwam het aanbod van Versatel erop neer dat de obligatiehouders geld en nieuwe aandelen (€ 343 mln en een belang van 80%) in Versatel zouden ontvangen tegen finale kwijting van hun vorderingen op Versatel. Na instemming door de obligatiehouders met de schuldsanering, rechterlijke homologatie en het verstrijken van de bezwaarperiode, bracht Versatel een prospectus uit. Vanaf 9 oktober 2002 voldeed Versatel weer aan de voorwaarden voor een volledige notering.⁶³

1.5.3 Wet vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder 1934 (oud)

De in 1934 ingevoerde Wet op de vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder (oud) formuleerde voorschriften voor houders van (vrije) schuldbrieven aan toonder.⁶⁴ De wet was slechts toepasselijk op een beperkte groep bestaande obliga-

63 Zie: Versatel ontwerp akkoord 19 juni 2002⁶³; Versatel persbericht 19 juni 2002 *Versatel start Nederlandse uitstel van betaling procedure en Amerikaanse Chapter 11 procedure met volledige steun van ruim 65 procent van haar obligatiehouders*⁶³; Versatel persbericht 27 september 2002 *Versatel beëindigt succesvol surseance van betaling procedure*⁶³; Versatel prospectus 30 september 2002 delen 1^o, 2^o en 3^o. Zie in kritische zin: Bartjens, "Conversatibles", *FD* 20 juni 2002.

64 Wet van den 31sten Mei 1934, houdende voorschriften voor de vergadering van houders van reeds uitgegeven schuldbrieven aan toonder, *Stb* 1934, 279, i.w.tr. 15 juni 1934, gewijzigd bij Wet van den 13den September 1935, tot verduidelijking en aanvulling van artikel 12, lid 2, der wet op de vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder, *Stb* 1935, 545.

tielingen, namelijk op bedrijfsobligaties die buiten trustverband waren uitgegeven vóór haar inwerkingtreden. De gedachte was dat indien men na de datum van invoering van de wet de mogelijkheid wilde scheppen om de minderheid van obligatiehouders door een meerderheid te binden, men de lening maar onder trustverband moest brengen. (Een obligatielening onder trustverband is doorgaans gebonden; een obligatielening buiten trustverband kan ook gebonden zijn, § 1.5.4.)

Kort gezegd, kon krachtens de wet met rechterlijke machtiging een vergadering van obligatiehouders worden bijeengeroepen, om zo de minderheid van obligatiehouders (en afwezigen) te binden door een besluit van de meerderheid en een rechterlijke bekrachtiging.⁶⁵ De wet is in 1981 ingetrokken, omdat er toen nog maar één lening ter beurse werd genoteerd waarop de wet van toepassing was.⁶⁶

1.5.4 Gebonden obligatielening (onder en buiten trustverband)

Algemene vergadering van obligatiehouders – Een obligatielening is gebonden indien zij voorziet in de eventuele gebondenheid van de minderheid van de obligatiehouders aan de wil van de meerderheid. Die gebondenheid komt meestal tot uiting in een in de obligatievoorwaarden neergelegde regeling van een algemene vergadering van obligatiehouders (avo) die algemeen verbindende besluiten kan nemen. Van die regeling hangt af of de minderheid ook gebonden is aan een meerderheidsbesluit tot wijziging van fundamentele rechten ten nadele, zoals bijvoorbeeld het opgeven van het recht op terugbetaling van (een gedeelte van) de hoofdsom. Volgens Botter worden dergelijke besluiten veelal zó wezenlijk geacht voor de positie van de obligatiehouders, dat de bevoegdheid om deze besluiten te nemen, exclusief toekomt aan de individuele obligatiehouders.⁶⁷ Deze stelling is mijns inziens te algemeen. De gebondenheid van de minderheid aan een meerderheidsbesluit moet worden beoordeeld aan de hand van de inhoud van de desbetreffende regeling. Naar mijn mening vormen de bewoordingen van die regeling weliswaar het uitgangspunt bij de bepaling van haar inhoud, maar moet de regeling niet zuiver taalkundig worden uitgelegd.⁶⁸

De avo is in Nederland thans niet meer wettelijk geregeld. Obligatiehouders hebben geen organisatierechtelijke positie jegens de debitrice.

65 Zie over de wet Handboek 1936, nr 196, Rijk 1936, Booy 1935, p 128-139, Booy 1936.

66 *Kamerstukken II* 1980/1981, 16 835, nrs 1-3, p. 3. Intrekking geschiedde bij Wet van 1 juli 1981 houdende intrekking van de Wet op de vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder, *Stb.* 1981, 420.

67 Botter 2002, p. 39.

68 De Boer 2003, p. 83, en Van de Vorst en Schild 2003, p 25, gaan echter uit van een grammaticale uitleg. Zij beroepen zich daarbij op het *Daf*-arrest van de Hoge Raad, welk arrest door mij wordt bekritiseerd in § 1.7.1.

Een aantal Europese landen kent een wettelijke regeling van een avo en een met een trustee vergelijkbare vertegenwoordiger. In sommige landen hebben obligatiehouders zelfs een organisatierechtelijke positie jegens de debitrice.⁶⁹

In een eerdere publicatie suggereerde ik dat de houder van een obligatie onder omstandigheden een sterkere organisatierechtelijke positie jegens de vennootschap verschaft zou kunnen worden. De belangen van de obligatiehouder kunnen rechtvaardigen, zo stelde ik daar, dat jegens hem meer openheid wordt betracht. Daarbij noemde ik de mogelijkheden van toekenning van een wettelijk enquêterecht en van toekenning van een aantal elementaire vergaderrechten (vergelijkbaar met die van de certificaathouder).⁷⁰ Slagter deelt niet 'de conclusie [...] dat in rechtspositie een minder scherp onderscheid zou moeten worden gemaakt tussen verschaffers van risicodragend vermogen (aandelen) en van vreemd vermogen (obligaties)'.⁷¹ In de financiële pers wordt wel gepleit voor meer aandacht voor de organisatierechtelijke positie van obligatiehouders (en andere schuldeisers).⁷² Ik zie nog altijd geen principieel bezwaar tegen de toekenning van de bedoelde vergaderrechten.⁷³ Het gaat echter te ver om de obligatiehouder vennootschapsrechtelijke zeggenschap toe te kennen. Dat geldt ook indien de obligatiehouder – zoals een convertiblehouder (§ 3.3.1) – gerechtigd is tot nieuwe aandelen in het kapitaal van de debitrice. Een andere vraag is die naar de wenselijkheid van een wettelijke regeling met betrekking tot de avo en de onderlinge verhouding van obligatiehouders en of een eventuele regeling zou moeten worden opgenomen in Boek 2 BW.⁷⁴ Buiten het vennootschapsrecht speelt nog de faillissementsrechtelijke vraag of schuldeisers – in het bijzonder obligatiehouders – meer invloed zouden moeten hebben tijdens de surseance van betaling van hun debitrice.⁷⁵

Over de enquêtebevoegdheid van houders van converteerbare obligaties nog het volgende. Deze kan worden toegekend bij de statuten of bij overeenkomst met de debitrice en/of conversievennootschap, artikel 2:346 aanhef en onder c BW. Indien een converteerbare obligatielening onder trustverband wordt uitgegeven, zou het voor de hand liggen een eventueel enquêterecht aan de trustee toe te kennen.⁷⁶ Het is ook denkbaar dat

69 Zie voor Duits recht: Hirte 2000, p. 20-21. Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 143, voetnoot 38. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 215. Voor Zwitsers recht: Hirte 2000, p. 20, Köndgen en Daeniker 2000, p. 287. Voor Spaans recht: Espinosa 2000, p. 307-308. Voor Belgisch recht (artikelen 568-580 Wetboek van vennootschappen): Benoît-Moury en Croes 2000, p. 46-47. Voor Frans recht: Guyon 2000, p. 119-120.

70 Prinsen 1998, p. 599.

71 Slagter 1999, p. 284.

72 F.A.M.J. Faas, 'Commissie-Tabaksblad heeft niets geleerd van het verleden', *FD* 6 augustus 2003; J.A. van der Meer en R.J. Koekkoek, 'Tabaksblad biedt te weinig voor belang van crediteuren', *FD* 13 augustus 2003. Deze publicaties verschenen naar aanleiding van de conceptcode van 1 juli 2003, opgesteld door de Commissie Corporate Governance.

73 Zie ook De Kluiver 1997/2, p. 678.

74 Daarvoor pleit Uniken Venema 1972, p. 351-353.

75 Zie Botter 2002, p. 43-44.

76 Vergelijk Van den Ingh 1993, p. 18.

men het enquêterecht toekent aan de obligatiehouders zelf, onder bepaling van een quorum, zoals een nominaal bedrag dat de obligaties belopen of een deel van het maatschappelijk kapitaal waarop de obligaties bij conversie recht zouden geven. De houder van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties is behalve schuldeiser van de debitrice ook gerechtigd tot nieuwe aandelen van de conversievennootschap. Hij heeft daarom meer reden dan andere schuldeisers – en wellicht ook een sterkere positie – om enquêtebevoegdheid te bedingen bij de conversievennootschap.

Onder trustverband – Obligatieleningen onder trustverband (§§ 6.9 en 1.7) kennen meestal een regeling met betrekking tot een avo.⁷⁷ Daarin worden diverse onderwerpen geregeld met betrekking tot de vergaderorde, zoals:

- Bijeenroeping van de vergadering door de obligatiehouders, de trustee of, bij converteerbare obligaties, de debitrice/conversievennootschap;
- Agendering van onderwerpen;
- Plaats van vergadering;
- Toegang tot de vergadering;
- Voorzitter van de vergadering;
- Stemgerechtigheid;
- Stemprocedures;
- Vereist quorum en vereiste meerderheid van stemmen, toegespitst op specifieke besluiten;
- Notulering;
- Recht van de trustee om een besluit te verwerpen en niet uit te voeren en een nieuwe vergadering bijeen te roepen.⁷⁸

De kern van een regeling van de avo is de bepaling dat de bij meerderheid door de obligatiehouders ter vergadering genomen besluiten algemeen verbindend zijn, in die zin dat zij ook bindend zijn voor de minderheid en voor de niet verschenen obligatiehouder.⁷⁹

De trustee is *onder normale omstandigheden* niet bevoegd om de rechten van de obligatiehouders te wijzigen. De obligatievoorwaarden bepalen vaak dat daarvoor een avo-besluit is vereist.⁸⁰ De bedoelde obligatievoorwaarde heeft geen betrekking

77 Bijlage I Fr bevat voorschriften met betrekking tot de inhoud van trustakten, in het bijzonder met betrekking tot de machtsverhouding tussen de trustee en de avo. Zie daarover Brummelhuis en Te Winkel 1994.

78 Zie bijvoorbeeld: vwn. 14-17 AND 1998/2003[○]; vwn. 15-18 BAM 1997/2004[○]; vwn. 14 a en 14 b Draka 2002/2007; vw. 14 eerste alinea Wolters Kluwer 2001/2006[○].

79 Bijvoorbeeld: vw. 16.1 AND 1998/2003[○]; vw. 17.1 BAM 1997/2004[○], vw. 14.c.1 Draka 2002/2007; vw. 14 eerste alinea Wolters Kluwer 2001/2006[○].

80 Bijvoorbeeld. vw. 16.3 BAM 1997/2004[○] vw. 14.b.1 Draka 2002/2007, vwn. 16.3 Getronics 1999/2004[○] en Getronics 2000/2005[○].

op wijzigingen waarin andere voorwaarden reeds voorzien, zoals de aanpassing van de conversieprijs (§ 6.6).

De obligatievoorwaarden eisen voor een wijzigingsbesluit meestal een quorum (bijvoorbeeld twee derde van de op dat moment uitstaande obligatieschuld) en een verzaamd meerderheidsbesluit (bijvoorbeeld twee derde van de uitgebrachte stemmen). In het geval een quorum niet gehaald wordt, kan een tweede vergadering worden uitgeschreven. Voor een wijzigingsbesluit in die tweede vergadering is dan geen quorum vereist.⁸¹

In de *Boskalis*-zaak die leidde tot Pres. Rb. Amsterdam 31 december 1985, *NJ* 1994, 59 (Dubbeldam/Nederlandsche Trust-Maatschappij), ging het om een in de bedoelde tweede vergadering genomen besluit. Dat besluit strekte tot machtiging van de trustee om namens de houders van convertibles uitgegeven door Koninklijke Boskalis Westminster over te gaan tot een omzetting (het vonnis spreekt van 'conversie') zoals werd voorgesteld in een door de debitrice/conversievennootschap opgesteld herstructureringsplan. Oorspronkelijk was een obligatie à fl 1.000 converteerbaar in 8 gewone aandelen of certificaten van aandeel à fl 10 nominaal. In het plan werd een gedwongen omzetting voorgesteld, in 24 certificaten van cumulatief preferent aandeel à fl 5 per obligatie à fl 1.000. De president oordeelde (onder meer) dat de voorgestelde omzetting leidde tot een door de trustakte toegestane wijziging van de rechten van obligatiehouders (in hun nadeel). Er was dus geen sprake van de omzetting door de uitoefening van een aan individuele obligatiehouders voorbehouden conversierecht dat van meet af aan aan de obligaties verbonden was. De door wijziging afgedwongen omzetting is niet strijdig met het conversierecht op de grond dat een dergelijk recht tevens een recht inhoudt om niet te converteren. Met andere woorden: hoewel convertiblehouders in beginsel tot conversie gerechtigd zijn, kan een minderheid tot omzetting worden gedwongen indien daartoe rechtsgeldig word besloten door de meerderheid.

Getronics NV bracht in februari 2003 een openbaar bod uit op de convertibles Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o. Het openbaar bod strekte tot wijziging van de convertibles (§ 7.5.2). In maart 2003 werd dezelfde wijziging van de convertibles voorgelegd aan de avo's van de twee leningen. De wijziging door de avo was bedoeld om de convertiblehouders die niet zouden ingaan op het openbaar bod, alsnog tot omzetting van hun convertibles in geld en aandelen te dwingen. Uiteindelijk werden het openbaar bod en het wijzigingsvoorstel ingetrokken.

In juni 2003 stemden de houders van de converteerbare obligaties, uitgegeven door de Engelse onderneming Sopheon, in met een verlenging van de looptijd van hun convertibles. De verlenging ging gepaard met een aanpassing van de conversieprijs.⁸²

81 Bijvoorbeeld: vw. 16.3 BAM 1997/2004^o, vw. 14.b.1 Draka 2002/2007, vwn. 16.3 Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o

82 Sopheon persbericht 1 juli 2003 *Maturity date of convertible loan stock extended*.

Koninklijke Econosto NV stelde in april 2003 voor om de looptijd van de convertibles Econosto 1996/2003⁸³ te verlengen tot 2010.⁸³ In juli 2003 bereikten Econosto en de Vereniging van Effectenbezitters overeenstemming om de couponrente te verhogen, een deel van de convertibles om te zetten in kapitaal en van een ander deel de looptijd te verlengen.⁸⁴ Tijdens de eerste avo waarop over het desbetreffende voorstel zou worden gestemd, werd het vereiste quorum niet gehaald.⁸⁵ Tijdens de tweede avo werd het voorstel aangenomen met ruim 69% van de uitgebrachte stemmen (een tweederde meerderheid was nodig).⁸⁶

Het is gebruikelijk om de trustee de bevoegdheid te geven om *in urgente gevallen* (deconfitures) zonder een afzonderlijk besluit van de vergadering de rechten van de obligatiehouders geheel of gedeeltelijk op te geven, te verminderen of te wijzigen.⁸⁷

Een urgent geval deed zich voor met AND International Publishers NV (AND). AND ging in 2001 gebukt onder een last van ongeveer fl 15.000.000 handelsschuld en van de convertibles AND 1998/2003⁸⁸. In surseance van betaling beoogde men de schulden te saneren. Daartoe werd een ontwerp-akkoord aan de obligatiehouders (en de handelscrediteuren) voorgelegd. Het akkoord kwam neer op een omzetting van de converteerbare obligaties in aandelen (en een gedeeltelijke kwijtschelding van de handelsschuld). De trustee riep ongeveer twee weken vóór de schuldeisersvergadering een avo bijeen. Hij maakte daarbij kenbaar dat hij voorniemens was om voor het akkoord te stemmen. De obligatiehouders werd echter de gelegenheid geboden om het akkoord nader te bespreken en hun stem uit te brengen op het voornemen van de trustee om voor het akkoord te stemmen. De trustee behield zich het recht voor, gezien de precare situatie waarin AND zich bevond, om gebruik te maken van de hier bedoelde bevoegdheid die hem krachtens vw. 15.4 van de trustakte toekwam.⁸⁸ Gebruikmaking van die bevoegdheid was kennelijk niet nodig, daar het bedoelde besluit in een tweede avo werd genomen.⁸⁹

83 Econosto persbericht 31 maart 2003: *Econosto stelt voor de converteerbare achtergestelde obligatielening te verlengen tot juni 2010*⁸³, Econosto persbericht 17 april 2003: *Econosto licht voorstel tot verlenging van obligatielening toe*⁸⁴, Econosto presentatie convertiblehouders 17 april 2003⁸⁵

84 Econosto persbericht 8 juli 2003: *Econosto en VEB bereiken oplossing voor obligatielening*⁸⁶; Bartjens, 'Wisselgeld', *FD* 20 juni 2003

85 Econosto persbericht 31 juli 2003: *Obligatiehouders stemmen over voorstel op 12 augustus*⁸⁷.

86 Econosto persbericht 12 augustus 2003 *Obligatiehouders stemmen voor voorstel Econosto en VEB*⁸⁸; *FD* 13 augustus 2003, 'Econosto even van schuldeisers verlost' Econosto persbericht 20 augustus 2003 *Conversie 15,15% obligatielening Econosto op 29 augustus 2003*⁸⁹

87 Bijvoorbeeld: vw. 16.4 BAM 1997/2004⁹⁰; vw. 14.b.2 Draka 2002/2007; vwn. 16.4 Getronics 1999/2004⁹¹ en Getronics 2000/2005⁹²

88 Een en ander blijkt uit AND advertentie *FD* 28 juni 2001⁹³.

89 Zie r.o. 2.13 van OK 19 december 2001, *JOR* 2002/9 (Faas e.a./AND International Publishers NV). Over deze beslissing meer in § 2.3.1.

Buiten trustverband – De niet onder trustverband uitgegeven obligaties kennen meestal geen regeling van een avo. Toch zijn ook die obligatieleningen in zekere mate gebonden. Men kiest wel voor een systeem waarin bepaalde wijzigingen van obligatievoorwaarden de instemming van de obligatiehouders behoeven. De wijziging is mogelijk met instemming van de houder(s) van meer dan de helft van de op dat moment uitstaande nominale obligatieschuld. Voor bepaalde wijzigingen is een zwaardere meerderheid vereist van 75% van de nominale obligatieschuld, of zelfs de instemming van afzonderlijke obligatiehouders. Het gaat dan om wijzigingen in belangrijke rechten, zoals die uit hoofde van rente, aflossing en (bij converteerbare obligaties) conversie.⁹⁰

1.6 Achterstelling

Achtergestelde leningen dragen bij aan het garantievermogen van de debitrice, hetgeen gunstig is voor haar solvabiliteit. Met de achterstelling van converteerbare obligaties benadrukt men hun karakter als toekomstig kapitaal (§ 3.8.2).⁹¹ Convertibles zijn meestal contractueel achtergesteld.⁹² Reverse exchangeables zijn over het algemeen niet achtergesteld.⁹³ Daartoe bestaat uit oogpunt van solvabiliteit minder reden, omdat hun conversie afhankelijk is van de uitoefening van het wilsrecht van de debitrice/bankinstelling. Ook bij exchangeables die aan het einde van hun looptijd automatisch geconverteerd worden (§ 6.5), is minder behoefte aan achterstelling. De uitgevende instelling mag deze obligaties toch al tot haar garantievermogen rekenen.

Verschijningsvormen – De achterstelling van converteerbare obligaties is latent; zij treedt in werking in een aantal omschreven gevallen. Men noemt over het algemeen: ontbinding, faillissement, surseance van betaling van de debitrice en de aanbidding van een schuldeisersakkoord door de laatstgenoemde (al dan niet onder faillisse-

90 Bijvoorbeeld: vw. 12.2 ASML 1998/2005[○], vw. 8.b Fortis Nederland 1999/2004[○], vw. 8.2 Numico 2000/2005[○]

91 In de woorden van Ten Bosch 1980, p. 12 het aan achtergesteld obligatievermogen inherente kenmerk van ondernemend vermogen ligt in de omstandigheid, dat de houders van de achtergestelde obligaties in bij voorbaat vastgelegde situaties door de onderneming ten opzichte van de overige crediteuren worden achtergesteld bij de afwikkeling van de verplichtingen uit hoofde van de met deze crediteuren aangegane financieringsovereenkomsten

92 De eerste in Nederland publiek uitgegeven achtergestelde leningen (vanaf 1959) waren kennelijk converteerbare obligatieleningen, zie Van Hees 1989, p. 45 De meeste door Faber onderzochte converteerbare obligatieleningen zijn achtergesteld, zie Faber 1993, p. 95. Zie voor een niet-achtergestelde lening vw. 2 a Wolters Kluwer 2001/2006[○] Bogerd 1989, p. 14, noemt een (bij mijn weten zeldzaam) voorbeeld van convertibles die juist een voorrecht geven op de opbrengst van een bepaald bedrijfsonderdeel

93 Bijvoorbeeld: vw. 2 ABN AMRO Bank op KNPM 2002/2004; vw. 2 Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004[○], vw. 3 Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme III[○]

mentswettelijk regime).⁹⁴ Het is daarom in het belang van de ‘senior’ crediteuren – wier vorderingen bovengeschikt zijn aan de vorderingen van de ‘junior’ houders van achtergestelde obligaties – dat de NV bij een insolventie daadwerkelijk failliet wordt verklaard.⁹⁵

De achterstelling kan afhankelijk zijn van de intreding van de opeisbaarheid van de obligaties (door het zich voordoen van een zogenoemd *event of default*, zie § 6.3.2).⁹⁶ Dit is meestal echter niet het geval.

Het komt voor dat reeds aflosbaar gestelde obligaties van achterstelling zijn uitgesloten.⁹⁷ Voorts kan de achterstelling zijn beperkt tot bepaalde schulden van de debitrice, zoals die met een (resterende) looptijd van niet meer dan één jaar.⁹⁸

Rechtskarakter achterstelling – De achterstelling van zuivere of converteerbare obligaties vloeit voort uit de desbetreffende obligatielening. Zij is overeengekomen tussen debitrice en obligatiehouders. Ik laat buiten beschouwing dat achterstellingen kunnen voortvloeien uit een overeenkomst tussen junior en senior crediteuren en uit een meerpartijenovereenkomst tussen junior crediteuren, senior crediteuren en de schuldenaar.⁹⁹

Meestal duidt een achterstellingsvoorwaarde niet het rechtskarakter van de achterstelling. Men volstaat over het algemeen met de constatering dat de obligaties zijn achtergesteld ten opzichte van alle bestaande en toekomstige niet-achtergestelde vorderingen.

De achterstelling wordt wel eens geconstrueerd als een aan de obligatievordering verbonden (in bepaalde gevallen) opschortende voorwaarde. Kort gezegd, stelt de achterstellingsvoorwaarde dan dat de desbetreffende verplichtingen (meestal in geval van liquidatie van het vermogen van de debitrice) niet verschuldigd en opeisbaar zijn, alvorens is voldaan aan alle andere alsdan bestaande verplichtingen.¹⁰⁰ Van Hees schrijft het gebruik van deze constructie toe aan onzekerheid over de bestaanbaarheid

94 Bijvoorbeeld vw. 3 ASML 1998/2005[○]; vw. 7.1 AMEV 1998/2005[○], vw. 8.1 Ballast Nedam 1997/2002[○]; vw. 2 Draka 2002/2007; vw. 9.1 Frans Maas 1991/1996/1999. Zie voor andere voorbeelden van achterstellingsvoorwaarden Faber 1993, p. 95-98. A.B. Dorsman en R. Liethof, ‘Beleggers kunnen beter niet op bod Getronics ingaan’, *FD* 20 januari 2003, stellen ten onrechte dat de convertibles 1999/2000 en 2000/2005 niet zijn achtergesteld in het hypothetische geval dat Getronics NV failliet wordt verklaard in het laatste jaar van hun reguliere looptijd. De achterstelling van de genoemde convertibles volgt uit hun vw. 8.1. Zie D.P. Stolp, ‘Getronics’, *FD* 24 januari 2003. Dorsman en Liethof verbinden hun conclusie aan de onjuiste toepassing van artikel 131 Fw (§ 6.3.2).

95 Zie Van Hees 1989, p. 60.

96 Zie voor een voorbeeld Faber 1993, p. 96.

97 Bijvoorbeeld vw. 7.1 AMEV 1998/2005[○]; vw. 8.1 Ballast Nedam 1997/2002[○]. Zie Van Hees 1989, p. 61, voetnoot 161, voor oudere voorbeelden.

98 Zie Van Hees 1990, p. 30, voetnoot 6, voor een op deze wijze achtergestelde converteerbare obligatielening.

99 Zie Wessels 1995, p. 9.

100 Bijvoorbeeld vw. 3 ASML 1998/2005[○]; vw. 8.1 Getronics 2000/2005[○].

van de achterstelling als speciale rechtsfiguur (zie hieronder).¹⁰¹ Hij noemt als bezwaar van de constructie dat vorderingen onder opschortende voorwaarde in faillissement geverifieerd dienen te worden voor hun geschatte waarde en op die wijze toch nog met andere vorderingen kunnen concurreren.¹⁰² Zie in dit verband mijn opmerkingen over de (on)toepasselijkheid van artikel 131 lid 2 Fw in § 6.3.2.

Van Hees bepleit in zijn proefschrift de kwalificatie van de achterstelling van obligaties als rechtsfiguur *sui generis*.¹⁰³ Artikel 3:277 lid 2 BW bevestigt dat de debitrice en de obligatiehouders mogen afwijken van de door lid 1 verwoorde *paritas creditorum*. Zij kunnen overeenkomen dat de obligatievordering ten opzichte van alle of sommige andere schuldeisers een lagere rang inneemt dan de wet haar toekent. De achterstelling behoort – zoals het trustbeding (§ 1.7) – tot de inhoud van de geldverbintenissen tussen de obligatiehouders en de debitrice. De *nemo plus*-regel verklaart dat de obligaties ook na hun overdracht zijn achtergesteld.

Het is goed te beseffen dat de in artikel 3:277 lid 2 BW bedoelde lagere rang alleen geldt bij de liquidatie van het saldo van de debitrice, omdat dan sprake is van concursus van schuldeisers.¹⁰⁴ De bepaling dat de achterstellingsvoorwaarde van obligaties latent is (zie hierboven), voegt in dit opzicht niets toe. Indien men een permanente achterstelling beoogt, dus ook buiten concursus, is men aangewezen op andere rechtsfiguren.¹⁰⁵ Indien de achterstelling niet (ook) wordt overeengekomen tussen de houder van de achtergestelde vordering en de debitrice, is artikel 3:277 lid 2 BW niet toepasselijk.¹⁰⁶

Uitsluiting van verrekening – Een overeenkomst van achterstelling ex artikel 3:277 lid 2 BW impliceert niet zonder meer dat de schuldeiser zijn bevoegdheid tot verrekening van de achtergestelde vordering heeft prijsgegeven of in geval van faillissement van zijn schuldenaar eerst dan zijn verhaalsrecht kan uitoefenen indien de andere schuldeisers zijn voldaan. Of deze gevolgen aan een overeenkomst van achterstelling zijn verbonden, is afhankelijk van hetgeen partijen in het concrete geval zijn overeengekomen.¹⁰⁷ Bij de achterstelling van converteerbare obligaties wordt verrekening over het algemeen niet uitgesloten. Dat zou niet rijmen met de gangbare kwalificatie van de conversie van obligaties in aandelen: een uitgifte van aandelen met een contractuele verrekening van inbrengverplichting en obligatie (§ 5.6.2).

101 Van Hees 1990, p. 30-31.

102 Zie Wessels 1995, p. 11-12, over andere faillissementsrechtelijke aspecten van achterstelling.

103 Van Hees 1989, hoofdstuk IV, §§ 5-7. Van Hees bespreekt in hoofdstuk IV ook de kwalificatie als een derdenbeding dat is gemaakt ten behoeve van de overige crediteuren (§ 2), de kwalificatie als een afstand van recht (§ 3) en de kwalificatie als opschortende voorwaarde (§ 4). Pabbruwe 1997, en dezelfde 1998, is van mening dat achterstelling van obligaties een derdenbeding is.

104 Zie Van Hees 1989, p. 107.

105 Zie Van Hees 1989, p. 127-129.

106 Zie hierover kritisch Wessels 1997/1, p. 46.

107 HR 18 oktober 2002, *NJ* 2003, 503 m nt. C.E. du Perron, *JOR* 2002/234 m nt. B. Wessels (Buter q.q. en Tiethoff q.q./N.V. Besix S.A. en vennootschap onder firma SVC De Vliet)

1.7 Trustverband

1.7.1 Uitleg trustakte (*Daf-arrest*)

De totstandkoming van een overeenkomst is van betekenis voor haar uitleg.¹⁰⁸ Dat geldt ook voor (converteerbare) obligatieleningen onder trustverband, zoals valt op te maken uit het *Daf-arrest* van de Hoge Raad.¹⁰⁹ In de desbetreffende zaak werd getwist over de betekenis van een clause, die was opgenomen in de trustakte ter zake van (zuivere) obligaties aan toonder.

Hoewel in de procedure wordt gesproken van een *pari passu*-clause, spitst het geschil zich toe op de uitleg van een *negative pledge*-clause.¹¹⁰ In een dergelijke clause wordt over het algemeen bepaald dat de debitrice niet, zolang nog niet alle obligaties zijn afgelost, voor enige bestaande of toekomstige obligaties of andere verplichtingen van haarzelf of een derde enige zekerheid zal verschaffen of een bestaande zekerheid zal uitbreiden door enig goederenrechtelijk of obligatoir zekerheidsrecht, tenzij zulk een zekerheid tezelfdertijd gelijkelijk wordt verstrekt voor de onderhavige obligaties. Ook kan worden bepaald dat de debitrice ervoor zal zorg dragen dat, indien gedurende de looptijd van de lening door een derde enige garantie of zekerheid wordt verschaft voor enige huidige of toekomstige verplichtingen van de debitrice, niet voortvloeiende uit haar normale bedrijfsuitoefening, zulk een garantie of zekerheid tezelfdertijd gelijkelijk wordt verstrekt voor de onderhavige obligaties. De bedoelde clause kan zich uitstrekken tot de groepsmaatschappijen van de debitrice. In de *Daf*-zaak was onder meer onderwerp van geschil of de *negative pledge* ook betrekking had op de zekerheden die de groepsmaatschappijen aan anderen verstrekten.

Het gaat mij hier niet om de betekenis van de bedoelde clause, maar om de wijze waarop de obligatievoorwaarde werd uitgelegd. Het hof past de Haviltex-formule toe, waarbij het uitgaat van het perspectief van de – naar redelijke maatstaven gemeten –

108 Onder het uitleggen van overeenkomsten is te begrijpen: het vaststellen van de betekenis die in verband met de omstandigheden van het concrete geval moet worden gehecht aan de verklaringen, door twee of meer personen tegenover elkaar afgelegd met het oogmerk een overeenkomst aan te gaan, en daardoor het vaststellen van de door die verklaringen in het leven geroepen rechtsgevolgen. Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 280. Overigens onderscheidt Hartkamp (in de nrs. 281-282) het uitleggen van een overeenkomst, van de aanvulling van de rechtsgevolgen aan de hand van (onder meer) de artikelen 6:2, 248 en 258 BW.

109 HR 23 maart 2001, *NJ* 2003/715 m nt. FMJ Verstijlen (Stichting Ofasec/Nederlandse Trustmaatschappij BV). Zie voor commentaar ook: Th A L Kriebisch onder *JOR* 2001/120, JB Huizink, *TvI* 2001-4, p. 131-132; M.L. Lennarts, *Ondernemingsrecht* 2001-9, p. 280-284; R.E. de Rooy, *Bb* 2001-16, p. 167-171; S. Schraders, *JutD* 2001-11, p. 9-12, R D Vriesendorp, *AA* 2001-7/8, p. 566-573

110 Bijvoorbeeld: vw. 6 c Fortis Nederland 1999/2004[○], vw. 6:3 Numico 1995/2002[○], vw. 2 b Wolters Kluwer 2001/2006[○]

oplettende belegger.¹¹¹ Het hof betreft bij de uitleg van de clause een brief (van de bestuursvoorzitter van de debitrice), die elders in het prospectus was opgenomen.¹¹² De Hoge Raad schuift de Haviltex-formule echter terzijde. Hij legt de obligatievoorwaarden uit naar de letterlijke tekst van de trustakte. De relevante passages uit het arrest luiden als volgt.

‘Het gaat hier om de uitleg van een beding, opgenomen in de trustakte voor een door [de debitrice] uitgeschreven obligatielening, waarbij ter beurse verhandelbare obligaties aan toonder werden uitgegeven. Bij de totstandkoming van de trustakte waren betrokken [de debitrice] en [de trustee]. Degenen die na inschrijving en toewijzing obligaties hebben verkregen, zijn daardoor toegetreden tot overeenkomsten van geldlening met [de debitrice] als debiteur en de obligatiehouders als crediteuren. De inhoud van deze overeenkomsten werd volledig bepaald door de trustakte, bij de totstandkoming waarvan de obligatiehouders in het geheel niet betrokken waren. Onder deze omstandigheden moet worden aangenomen dat met het oog op de te dezen vereiste duidelijkheid de rechten en verplichtingen van partijen bij de overeenkomsten van geldlening uit de trustakte moeten blijken en dat voor de uitleg van het beding de bewoordingen waarin het is vervat, gelezen in het licht van de gehele tekst van de akte en mede gelet op de aard en strekking van de overeenkomsten, in beginsel van doorslaggevende betekenis zijn, zodat geen plaats is voor een maatstaf die, kort gezegd, berust op hetgeen partijen gelet op de omstandigheden van het geval over en weer van elkaar mochten begrijpen. Dit geldt eens te meer nu het hier gaat om toonderobligaties. Met de aard daarvan strookt dat de rechten van de latere verkrijgers van obligaties – wier positie, zoals het Hof met juistheid heeft overwogen, niet behoort te verschillen van die van de inschrijvers – geheel moeten kunnen blijken uit het papier waarin dat vorderingsrecht is belichaamd

[...]

‘Bij toepassing van de juiste maatstaf behoren op de voet van hetgeen hiervoor in 3.4 is overwogen geen omstandigheden in aanmerking te worden genomen die niet uit de trustakte blijken.’¹¹³

111 De Hoge Raad laat zich in zijn arrest van 13 maart 1981, *NJ* 1981, 635 m.nt. C J H Brunner (Ermes en Langerwerf/Haviltex BV), uit over de vraag hoe in een schriftelijke overeenkomst de verhouding van partijen is geregeld en of die overeenkomst een leemte laat die moet worden aangevuld. ‘[De bedoelde vraag] kan niet worden beantwoord op grond van alleen maar een zuiver taalkundige uitleg van de bepalingen van dat contract. Voor de beantwoording van die vraag komt het immers aan op de zin die pp. in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan deze bepalingen mochten toekennen en op hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten. Daarbij kan mede van belang zijn tot welke maatschappelijke kringen pp. behoren en welke rechtskennis van zodanig pp. kan worden verwacht.’

112 Zie Hof Amsterdam 22 oktober 1998, *JOR* 1999/46 m.nt. Th.A.L. Kliebisch (in hoofdzaak: Nederlandsche Trust-Maatschappij BV en Ingenieursbureau Thunissen BV/Stichting OFASEC e.a., in vrijwaringsprocedure Stichting OFASEC/ABN Amro e.a.), r.o. 5.5.

113 Aldus gedeeltelijk r.o. 3.4 en 3.5.1.

Ik zie geen reden om bij de uitleg van een in een trustakte neergelegde (converteerbare) obligatielening af te wijken van het in het Haviltex-arrest neergelegde uitgangspunt. Het *Daf*-arrest doet geen recht aan de praktijk dat beleggers over het algemeen kennis nemen van een trustakte in de context van het gehele prospectus. Vóór uitgifte is doorgaans een concept-trustakte opgenomen in een voorlopig prospectus. Soms is daarin alleen een weergave van de belangrijkste bepalingen uit de concept-trustakte opgenomen.¹¹⁴ In de praktijk blijkt dat losse concept-trustakten, zeker vóór uitgifte, niet of moeilijk te verkrijgen zijn.

De Hoge Raad overweegt dat degenen die na inschrijving en toewijzing obligaties hebben verkregen, daardoor zijn toegetreden tot overeenkomsten van geldlening tussen de debitrice en de obligatiehouders, waarvan de inhoud volledig werd bepaald door de trustakte, bij de totstandkoming waarvan de obligatiehouders in het geheel niet betrokken waren. Hiermee miskent de Hoge Raad de deelneming van beleggers aan de totstandkoming van een obligatielening (§ 4.2.3). In de *Daf*-zaak was sprake van een overgenomen emissie. Daarbij is een bankensyndicaat ontstaanspartij en verkrijgen beleggers de obligaties door overdracht.¹¹⁵ Hoewel beleggers dan geen ontstaanspartij zijn bij de obligatielening, zijn zij wel betrokken bij de totstandkoming ervan. De uitgifte en overdracht bij een overgenomen emissie zijn verweven transacties.¹¹⁶ In het prospectus worden zij gepresenteerd als één constellatie, waarbij de belegger door de toekomstig debitrice en het bankensyndicaat tot inschrijving wordt uitgenodigd. Aan het voorgaande doet niet af dat beleggers de concept-trustakte niet feitelijk mee opstellen. De inhoud van trustakten wordt bovendien meestal mede afgestemd op de bereidheid van beleggers om in een obligatielening deel te nemen.

Na uitgifte van obligaties onder trustverband heeft de trustee bepaalde rechten en bevoegdheden die buiten enig trustverband aan de obligatiehouder zouden toekomen (§ 1.7.2). De toekenning van die bevoegdheden berust over het algemeen op een meerpartijenovereenkomst tussen de debitrice/conversievennootschap, de trustee en de obligatiehouders (§ 1.7.3). De trustee heeft een zelfstandige positie bij de bedoelde meerpartijenovereenkomst. Daaraan doet niet af dat hij zijn rechten dient uit te oefenen in het belang van de obligatiehouders (§ 1.7.2). Bij de totstandkoming van de obligatielening heeft de trustee een eigen positie als ontstaanspartij. Mijns inziens is hij daarbij niet verplicht om het belang van de obligatiehouders te behartigen. De desbetreffende contractuele taakopdracht bestaat dan nog niet. Afgezien daarvan, berusten zijn bevoegdheden na uitgifte op de obligatielening onder trustverband en niet op enige wettelijke figuur.

114 Zo ook bij het prospectus ter zake van de *Daf*-obligaties, zie r.o. 3.5.3 van het *Daf*-arrest van de Hoge Raad. Zie verder bijvoorbeeld de considerans van de *Terms and Conditions* Wolters Kluwer 2001/2006^o: 'The statements set out in these Conditions are summaries of, and are subject to, the provisions of the Trust Deed'.

115 Bij een guichet-uitgifte en bij een gegarandeerde uitgifte zijn de beleggers ontstaanspartijen.

116 Op eventuele verdere juridische implicaties van die verwevenheid wordt hier niet ingegaan

De Hoge Raad volgt in het *Daf*-arrest een soortgelijke redenering als ten aanzien van collectieve arbeidsovereenkomsten (cao's).¹¹⁷ Gezien het voorgaande, gaat een vergelijking met cao's mijns inziens niet op.¹¹⁸ Cao's zijn tussen werkgevers- en werknemersorganisaties gesloten overeenkomsten waarvan de bepalingen kunnen worden geïncorporeerd in individuele arbeidsovereenkomsten 'op een wijze die overigens in het contractenrecht onbekend is', namelijk door de zogenoemde 'normatieve werking'.¹¹⁹ Die werking houdt in dat bepaalde cao-bepalingen krachtens bijzondere wettelijke voorziening automatisch doorwerken in de arbeidsovereenkomst.¹²⁰ Daarbij komt dat de contractuele bevoegdheid van een trustee van een andere orde is dan het gezag van werkgevers- en werknemersorganisaties die een cao afsluiten. Het gezag van laatstgenoemden berust in de laatste instantie op de veronderstelde instemming van de vele leden die zij vertegenwoordigen en is daarom slechts onbetwistbaar legitiem, indien vaststaat dat de inspraak van die leden is gewaarborgd.¹²¹

De Hoge Raad motiveert zijn oordeel mede door te stellen dat de rechten en verplichtingen van de obligatiehouders geheel moeten kunnen worden gekend uit het papier waarin hun vorderingsrecht is belichaamd, en dat wat die rechten en verplichtingen betreft geen onderscheid behoort te bestaan tussen obligatiehouders die hun stukken bij de inschrijving hebben verkregen, en latere verkrijgers.¹²² Deze interpretatie van het waardepapierenrecht wordt terecht bekritiseerd door Vriesendorp en Huizink.¹²³ Vriesendorp wijst erop dat de nemer van een toonderobligatie in een andere rechtspositie kan verkeren dan de latere verkrijger van dezelfde obligatie.¹²⁴ De nemer van een toonderobligatie is gebonden aan hetgeen werkelijk tussen hem en

117 Die redenering kan ook betekenis hebben voor andere 'gestandaardiseerde' c.q. door algemene voorwaarden beheerste overeenkomsten, waarbij echter steeds moet worden gelet op de omstandigheden van het geval. Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 286. A-G Spier noemt in zijn conclusie (nr. 4.6.2) ook transportaktes en bankgaranties (die strikt moeten worden uitgelegd). De Hoge Raad heeft geen andere uitzonderingen op het Haviltex-criterium aangenomen. In zijn arrest van 20 september 2002, *NJ* 2002, 610 m.nt. C.E. du Perron (ING Bank NV/Muller q.q.), r.o. 4.3. oordeelde hij dat het enkele feit dat een overeenkomst ook gevolgen heeft voor anderen dan partijen, niet rechtvaardigt een andere dan de Haviltex-maatstaf te hanteren. In HR 18 oktober 2002, *NJ* 2003, 503 m.nt. C.E. du Perron, *JOR* 2002/234 m.nt. B. Wessels (Buter q.q. en Tiethoff q.q./N.V. Besix S.A. en vennootschap onder firma SVC De Vliert) oordeelde hij dat het Haviltex-criterium moet worden toegepast bij de uitleg van een overeenkomst van achterstelling.

118 Overigens gaat de Hoge Raad in zijn *Daf*-arrest verder dan in zijn cao-arresten, door geen uitzondering toe te staan op de uitleg van de leningsvoorwaarden zoals vervat in de letterlijke tekst van de trustakte.

119 Zie Asscher-Vonk en Fase 2000, p. 190.

120 Zie artikel 12 en 13 Wet op de collectieve arbeidsovereenkomst.

121 Zie Asscher-Vonk en Fase 2000, p. 192, voetnoot 31.

122 Zie r.o. 3.5.2 (tweede alinea) en 3.5.3 (eerste alinea) van het *Daf*-arrest van de Hoge Raad.

123 *AA* 2001-7/8, p. 566-573, resp. *TvI* 2001-4, p. 131-132.

124 Daaraan doet niet af het streven van de praktijk om de eerste en latere verkrijgers zo veel mogelijk in eenzelfde positie te brengen door de volledige leningsvoorwaarden weer te geven op het desbetreffende toonderstuk.

de debitrice is overeengekomen. Het papier heeft daarbij hooguit een bewijsfunctie. De latere verkrijger ontleent bescherming aan de verweermiddelenregel van artikel 6:146 BW. Daaruit volgt dat de latere verkrijger van een toonderobligatie in beginsel kan afgaan op het desbetreffende papier. Alleen absolute verweermiddelen – die blijken uit het papier of zijn van algemene bekendheid – kunnen door de debitrice aan hem worden tegengeworpen. Huizink zet uiteen dat de verweermiddelenregel juist niet in de weg staat aan een beroep van de latere verkrijger op een voor hem gunstige conditie, die wel geldt voor de obligatienemer maar die niet uit het toonderpapier blijkt.

Hieraan is toe te voegen dat opvolgende verkrijgers in de praktijk veelal dezelfde feitelijke wetenschap zullen hebben als de eerste verkrijgers van obligaties. Ook de opvolgende verkrijgers nemen veelal kennis van de trustakte in de context van het prospectus. Dit geldt ook indien, zoals bij de *Daf*-obligaties, de trustbepalingen op toonderobligaties zijn afgedrukt. Vóór uitgifte is een voorlopig prospectus verkrijgbaar. Na uitgifte verschijnt een definitief prospectus waarin een definitieve trustakte is opgenomen.¹²⁵ Dit prospectus is in de praktijk steeds gemakkelijker te verkrijgen.¹²⁶ Het is zelfs de vraag of raadpleging van het prospectus niet verwacht mag worden van een – naar redelijke maatstaven gemeten – oplettende belegger. Bovendien wordt het in het moderne effectenverkeer steeds onwaarschijnlijker dat een obligatiehouder daadwerkelijk toonderobligaties in handen krijgt, áls die al zijn uitgegeven.

Verreweg het grootste deel van de bestaande toonderobligaties bevindt zich in het krachten de Wge door Necigef aangehouden girodepot. In 1998 circuleerde nog slechts 5% van alle Nederlandse aandelen en obligaties aan toonder buiten haar kluisen.¹²⁷ Belangrijker is dat de in het Wge-systeem verkerende obligaties steeds minder vaak zijn verbonden aan (afzonderlijke) toonderstukken. Op de bedoelde ontwikkelingen wordt in dit onderzoek niet verder ingegaan.¹²⁸

125 Dit prospectus heeft geen feitelijke betekenis meer voor de belegger die overweegt om in te schrijven op nog uit te geven obligaties. Vergelijk Van der Pauw en Stevens 1999, p. 77.

126 Euronext Amsterdam onderhoudt op haar website (www.euronext.com) een prospectussenarchief, dat door ingezetenen van Nederland kan worden geraadpleegd. Men legt zich ook bedrijfsmatig toe op het onderhoud van prospectussenarchieven die tegen betaling kunnen worden geraadpleegd, zie bijvoorbeeld www.europrospectus.com.

127 FD 7 oktober 1998, 'Het grootste fortuin van Nederland: zes miljoen effecten in kluis'.

128 Zie onder meer: Boele 1997; Blom 1998; Van Pappelendam-Hemmen 2000; Van Bruggen 2000; Van Dijk 2001/1; Van Dijk 2001/2; Den Boogert 2002, Horsten 2002/2, p. 56; Verjans 2002; Van den Hoek 2002; Van den Hoek 2003; Van den Hoek 2004.

1.7.2 Kwalificatie van het trustverband

Verdeling van bevoegdheden – De vermogensrechtelijke essentie van het op convertibles rustende trustverband is de toedeling aan de trustee van bevoegdheden die buiten trustverband aan de obligatiehouders zouden toekomen. Dat principe wordt in de trustakte neergelegd in een *no action*-clausule. Deze clausule kent bepaalde aan obligaties verbonden rechten toe aan de trustee. Deze toekenning van bevoegdheden werd tot voor enkele jaren geleden ruim geformuleerd. In algemene zin werd bepaald dat individuele obligatiehouders niet rechtstreeks kunnen optreden. Verder werd bepaald dat de trustee hun rechten en belangen zonder hun tussenkomst kan uitoefenen en waarnemen, zowel tegenover de debitrice als tegenover derden, zowel in als buiten rechte. Slechts een aantal bevoegdheden bleef aan de obligatiehouders voorbehouden: het uitoefenen van het recht tot conversie; het buiten proces innen van aflosbaar gestelde obligaties en/of betaalbaar gestelde rente; en het uitbrengen van een stem in de avo.¹²⁹ Een andere bepaling voegde toe dat de trustee zijn functie uitoefent zonder de medewerking of tussenkomst van de obligatiehouders; dat hij voor hen optreedt in zijn functie van trustee; en dat hij in die hoedanigheid verplicht is de obligatiehouders te vertegenwoordigen zo vaak als nodig, bij wet of anderszins.¹³⁰

De tendens is om de aan obligaties verbonden bevoegdheden niet meer in het algemeen – buiten de genoemde uitzonderingen – toe te kennen aan de trustee. Een aantal recentere trustakten van convertibles kent een in dit opzicht genuanceerdere *no action*-clausule. De werking daarvan is beperkt tot de situatie waarin de obligaties opeisbaar zijn en ziet uitsluitend op actie jegens de debitrice. Bovendien kan de trustee door een besluit van de obligatiehouders tot actie worden gedwongen en kunnen de obligatiehouders zelf handelen indien de trustee daartoe is gedwongen, en actie niettemin uitblijft.¹³¹

De verdeling van bevoegdheden ten aanzien van specifieke handelingen blijkt uit nog andere obligatievoorwaarden dan de *no action*-clausule. Voorbeelden daarvan zijn: de wijziging van obligatievoorwaarden (§ 1.5.4), het conversierecht van de trustee (§ 6.9.3), de opeising bij een event of default (§ 6.3.2) en bij een change of control (§ 6.3.3).

Belangenbehartiging – De trustee wordt van oudsher gezien als de behartiger van de belangen van de obligatiehouder.¹³² De *no action*-clausule bepaalt over het algemeen

129 Bijvoorbeeld: vw. 9 Ballast Nedam 1997/2002^o, vw. 9 BAM 1997/2004^o, vw. 9 Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o; vw. 8 Fugro 2000/2005^o. Zie ook Faber 1993, p. 67-68.

130 Bijvoorbeeld: vw. 10.4 Ballast Nedam 1997/2002^o; vw. 10.4 BAM 1997/2004^o; vw. 10.4 Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o; vw. 9.4 Fugro 2000/2005^o.

131 Bijvoorbeeld: vw. 10 VNU 1999/2004^o en VNU 2001/2006^o; vw. 12 Wolters Kluwer 2001/2006^o, vwn. 12 en 14.c.3-14 c.4 Draka 2002/2007.

132 Zie bijvoorbeeld Booy 1935, p. 115

dat de trustee de hem toekomende rechten moet uitoefenen *on behalf of and for the benefit of* de obligatiehouders.¹³³ De kwaliteit van de belangenbehartiging door trustees staat overigens ter discussie. Zij krijgen het verwijt passieve instituten te zijn die een rituele functie vervullen.¹³⁴ Obligatiehouders – wier meningen en belangen onderling kunnen uiteenlopen – laten hun belangen steeds vaker behartigen door anderen dan de trustee.¹³⁵ Een aantal *Daf*-obligatiehouders (§ 1.7.1) acht de betrokken trustee aansprakelijk.¹³⁶

Heersende opvatting: buitenwettelijk contractueel bewind – De obligatievoorwaarden vermelden in het algemeen niet op welke rechtsgrond de verdeling van bevoegdheden berust. De kwalificatie van het op obligaties rustende trustverband is een veelbesproken onderwerp. De trustee is niet de onmiddellijk vertegenwoordiger van de obligatiehouder.¹³⁷ In de moderne literatuur is de heersende opvatting dat obligaties krachtens contractueel beding tussen obligatiehouders en debitrice onder een buitenwettelijk bewind van de trustee kunnen worden gebracht.

133 Bij beursgenoteerde obligaties schrijft artikel 1.b Bijlage I (zie ook Bijlage XVIII) Fr voor dat, indien de trustakte aan de houders van obligaties de bevoegdheid ontnemt zelf bepaalde rechten uit te oefenen, in de trustakte moet zijn bepaald dat de trustee die rechten voor de obligatiehouders uitoefent. Ook dient in de trustakte te zijn bepaald dat de trustee de belangen van de houders van obligaties behartigt, artikel 1.a Bijlage I en Bijlage XVIII Fr. Deze richtsnoer van de trustee is daarmee eenduidiger dan die van het AK bij beursgenoteerde certificaten van aandelen. Krachtens artikel B6 van Bijlage X Fr is de in de administratievoorwaarden opgenomen norm voor het stemgedrag van het AK, de behartiging van de belangen van de uitgevende instelling, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen.

134 Zie F. Maas, 'Nieuwe ethiek bedreigt traditionele obligatiebelegger', *FD* 28 december 2002; M. Tamminga, 'Eigen pet eerst', *NRC Handelsblad* 4 februari 2003. Zie voor kritiek op de rol van de trustee in de verwickelingen omtrent de 4,25% convertibles Fokker 1995/1999 (§ 6.3.3): Ophof, *TVVS* 1994-2, p. 43-44; De Kluiver 1997/2, p. 678. Met Bijlage XVIII Fr (voorschriften die de onafhankelijkheid van de trustee ten opzichte van de debitrice moeten waarborgen) beoogde de (voorganger van) Euronext Amsterdam de onafhankelijkheid van de trustee te versterken en zijn positie ten opzichte van de obligatiehouders te verduidelijken, zie daarover Kronenberg 1994.

135 Zie B. Zevenbergen, 'Faas vindt hoogtepunt in Getronics', *FD* 27 januari 2003, over de beroepsmatige belangenbehartiging, zoals voor obligatiehouders die hun convertibles Getronics 1999/2004^o wilden opeisen (§ 6.3.2). Zie over de commissie van obligatiehouders die werd geformeerd na het openbaar bod op de convertibles Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o (§ 7.5.2): *FD* 28 januari 2003, 'Getronics wijst overleg met obligatiehouders af'. Zie over de bedoelde praktijk verder Van Druten, Vroom en Gitmans 2003, p. 2-3. Obligatiehouders en hun belangenbehartigers strijden ook onderling, zie bijvoorbeeld: *FD* 21 juli 2003, 'Bieders op Econosto zijn uit op surseance bedrijf'; *FD* 22 juli 2003, 'VEB diskwalificeert zich als behartiger Econosto'.

136 Zie *FD* 3 oktober 2002, 'DAF-obligatiehouders claimen schade bij NTM'. De aansprakelijkheid van de trustee wordt hier niet besproken, zie onder meer De Kluiver 1997/1, p. 73-77.

137 Zie Rongen 1999, p. 316-319. Het Zwitserse recht en het Spaanse recht verplichten ertoe om bij uitgifte van (converteerbare) obligaties een gemeenschappelijke vertegenwoordiger van debitrice en obligatiehouders aan te wijzen, zie: Köndgen en Daeniker 2000, p. 287-288; Espinosa 2000, p. 308. Zie voor Duits recht ter zake: Hirte 2000, p. 21.

Het voert hier te ver om de (oude en moderne) literatuur te bespreken. Rongen geeft daarvan een overzicht bij zijn juridische duiding van het trustverband.¹³⁸ Hij bevestigt de heersende opvatting en betreft daarbij ook de kwalificaties waarin de trustee wordt gezien als onmiddellijk vertegenwoordiger van de obligatiehouders en als middellijk vertegenwoordiger krachtens privatieve lastgeving. De ook door hem besproken positie van de trustee als zekerheidsgerechtigde (*security trustee*) is een onderwerp dat hier buiten beschouwing blijft.¹³⁹

In § 1.7.3 stel ik mij op het standpunt dat de obligatielening onder trustverband over het algemeen een meerpartijenovereenkomst is tussen de debitrice, de trustee en de obligatiehouders. De aanwezigheid van een meerpartijenovereenkomst maakt de toepassing van de bewindsfiguur mijns inziens zelfs overbodig.¹⁴⁰

1.7.3 Meerpartijenovereenkomst

De obligatielening onder trustverband is over het algemeen een meerpartijenovereenkomst tussen de debitrice, de trustee en de obligatiehouders (ook onderling). Het is evident dat de debitrice en de trustee partij zijn bij de overeenkomst die is neergelegd in de trustakte, omdat die tussen hen is opgemaakt. De trustakte bevat over het algemeen een obligatievoorwaarde waarin de obligatiehouders worden verondersteld: bekend te zijn met de obligatievoorwaarden; daarmee te hebben ingestemd; en – in voorkomende gevallen – deze onderling te zijn overeengekomen.¹⁴¹

De obligatieverbintenissen zijn rechtsverhoudingen tussen de debitrice en de afzonderlijke obligatiehouders. Het ligt voor de hand dat die verbintenissen voortvloeien uit de reeds genoemde overeenkomst tussen de debitrice en de trustee. Anders zou men moeten uitgaan van de gekunstelde veronderstelling dat in dezelfde trustakte een tweede, andere overeenkomst is neergelegd tussen de debitrice en de obligatiehouders. Daarbij komt dat de obligatielening *sec* – dat wil zeggen: buiten trustverband – mijns inziens een meerpartijenovereenkomst is (§ 1.2).

De Hoge Raad stelt in zijn *Daf*-arrest dat het feit dat de trustee betrokken is bij de geldlening en dat hij op grond van de trustakte bevoegd is een aantal rechten van de obligatiehouders zonder hun tussenkomst uit te oefenen, nog niet meebrengt dat hij ook als partij bij de relatie tussen de debitrice en de obligatiehouders (de overeenkomst van geldlening) heeft te gelden.¹⁴² Het moge zo zijn dat de toepassing van de

138 Zie Rongen 1999, p. 313-326.

139 Zie daarover ook Kortmann, Rongen en Verhagen 2001

140 Ook De Kluiver 1997/1, met name p. 52 en 55-64, presenteert de meerpartijenovereenkomst als alternatieve kwalificatie van de obligatielening onder trustverband

141 Bijvoorbeeld: considerans ASML 1998/2005^o; vw 7 I Ballast Nedam 1997/2002^o; vw. 7.1 BAM 1997/2004^o, vw 7 I Stork 1998/2005^o; considerans VNU2001/2006^o, considerans Wolters Kluwer 2001/2006^o.

142 Zie ro. 3.5.2 (eerste alinea)

bewindsfiguur (§ 1.7.2) op zichzelf betekent dat er geen contractuele betrekking *hoef*t te bestaan tussen de obligatiehouders en de trustee. Het ontbreken van die grondslag aan de door de trustakte geformuleerde rechten en verplichtingen maakt echter een geforceerde indruk. Waarom zouden alle verbintenissen uit de trustakte contractueel zijn, met uitzondering van die tussen de obligatiehouders en de trustee? Bovendien blijkt de behoefte aan een contractuele grondslag terdege wanneer de trustee zijn verplichtingen jegens de obligatiehouders niet nakomt. Bij gebreke van een contractuele verbintenis (en van een wettelijke bewindsbepaling) kunnen de obligatiehouders alleen een rechterlijke machtiging ex artikel 3:299 BW vorderen, om zelf datgene te bewerkstelligen waartoe de nakoming van de verplichtingen van de trustee zou leiden.¹⁴³

1.7.4 *Rechtsgevolgen van overdracht van obligaties*

Rongen noemt als bezwaar tegen een contractuele rechtsverhouding tussen obligatiehouders en trustee (§ 1.7.3) dat het lastig is te verklaren op welke wijze, in geval van een vervreemding van de obligaties – zijnde vorderingsrechten (§ 1.2) –, de verkrijger op zijn beurt in een contractuele verhouding tot de trustee komt te staan.¹⁴⁴ Het door Rongen genoemde probleem geldt in bredere context. Convertiblehouders staan (mogelijk) ook in een contractuele verhouding tot andere betrokkenen bij een converteerbare obligatielening: de debitrice, de mede-obligatiehouders, de derde-conversevennootschap en het AK (§ 1.2). Hieronder volgt een inventarisatie van de rechtsgevolgen van de overdracht van obligaties als overdracht van vorderingsrechten.

Met obligaties verbonden rechten – De overdracht van de obligatievordering heeft tot gevolg dat alleen de daaraan verbonden rechten met de obligatie overgaan. Het gaat in de eerste plaats om afhankelijkke rechten, artikelen 3:7 en 82 BW.

Een afhankelijk recht is zodanig verbonden aan een ander recht, dat het niet zonder dat andere recht kan bestaan, artikel 3:7 BW. Een afhankelijk recht volgt het recht waaraan het verbonden is, artikel 3:82 BW. Het kan daarom niet los van het hoofdrecht overgaan. Het gaat bij overgang van het hoofdrecht van rechtswege mee over en de vestiging van een beperkt recht op het hoofdrecht strekt zich mede uit tot het daarvan afhankelijke recht. Voorbeelden van mogelijk aan obligaties verbonden afhankelijke rechten zijn rechten van pand en hypotheek en uit borgtocht.¹⁴⁵

In de tweede plaats is een obligatie verbonden met haar nevenrechten, artikel 6:142 BW. Voorbeelden van mogelijk aan obligaties verbonden nevenrechten zijn rechten van pand en hypotheek, rechten uit borgtocht, voorrechten en de bevoegdheid om de

¹⁴³ Zie ook Parl. Gesch. Boek 3, p. 565.

¹⁴⁴ Rongen 1999, p. 315-316, voetnoot 24.

¹⁴⁵ Zie Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 8.

ter zake van de vordering en de nevenrechten bestaande executoriale titels ten uitvoer te leggen.

Bij overgang van een vordering op een nieuwe schuldeiser verkrijgt deze de daarbij behorende nevenrechten, artikel 6:142 lid 1 BW. Dit artikel 6:142 BW geeft geen definitie van het begrip 'nevenrecht', maar lid 1 noemt: rechten van pand en hypotheek en uit borgtocht, voorrechten en de bevoegdheid om de ter zake van de vordering en de nevenrechten bestaande executoriale titels ten uitvoer te leggen. Lid 2 bepaalt dat onder de nevenrechten tevens zijn begrepen het recht van de vorige schuldeiser op bedongen rente (§ 3.7) of boete of op een dwangsom, behalve voor zover de rente opeisbaar of de boete of dwangsom reeds verbeurd was op het tijdstip van de overgang.

De wettelijke opsomming van nevenrechten is enuntiatief. De Toelichting Meijers geeft aan dat de automatische overgang ook geldt voor 'andere aan de vordering verbonden nevenrechten'. (De tussen aanhalingstekens geplaatste tekst was oorspronkelijk ook opgenomen in het ontwerp-artikel 6.2.1, dat tot artikel 142 heeft geleid.) Volgens Meijers behoren hiertoe onder andere het keuzerecht bij een alternatieve verbintenis en het recht om een vordering opeisbaar te maken.¹⁴⁶ Elders in de parlementaire geschiedenis wordt gesproken van nevenrechten 'die, bij de vordering behorend, de inhoud daarvan mede bepalen'.¹⁴⁷ Ik betwijfel echter of de inhoud van een vorderingsrecht als nevenrecht moet worden geduid. De overgang van een vordering impliceert logischerwijs de overgang van haar inhoud. De verbondenheid van nevenrechten is een ander fenomeen. Ik geeft twee voorbeelden. Een conversiebeding, in welke verbintenisrechtelijke vorm dan ook (§ 5.2), behoort mijns inziens tot de inhoud van een obligatie. Het recht van de schuldeiser tot herziening van bedongen rente, behoort mijns inziens tot de inhoud van het betreffende recht op bedongen rente.

Rechten op aanvullende en vervangende schadevergoeding en op vertragingsschade zijn geen nevenrechten. Niettemin komen zij toe aan degene die schuldeiser is op het moment dat zij ontstaan.¹⁴⁸

De categorie van de afhankelijke rechten en die van de nevenrechten overlappen elkaar; zij vallen niet samen. De samenloop van de artikelen 3:82 en 6:142 BW heeft een wetshistorische reden.

Alle van een vordering afhankelijke rechten zijn tevens aan dat vorderingsrecht verbonden nevenrechten. Voorbeelden daarvan zijn voorrecht, pand en hypotheek en borgtocht. Toch valt de term 'nevenrechten' in betekenis niet samen met de afhankelijke rechten.¹⁴⁹ In de eerste plaats zijn sommige afhankelijke rechten verbonden aan andere rechten dan

¹⁴⁶ Toelichting Meijers Boek 6, p. 603

¹⁴⁷ Parl. Gesch. Boek 6, p. 531

¹⁴⁸ Toelichting Meijers Boek 6, p. 603

¹⁴⁹ Parl. Gesch. Boek 6, p. 531; Asser/Mynssen/De Haan 3-I 2001, nr. 8; Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 563-564.

vorderingsrechten en dus geen nevenrechten. Voorbeelden daarvan zijn de aan de eigen-
dom van een erf verbonden rechten in een mandelige zaak en van erfdienstbaarheid. In
de tweede plaats zijn sommige nevenrechten geen goederen en dus geen afhankelijke
rechten. Een voorbeelden daarvan is de bevoegdheid om een executoriala titel ten uitvoer
te leggen.

Bij de overgang van een vorderingsrecht gaan, zoals gezegd, de daaraan verbonden
afhankelijke rechten en de daaraan verbonden nevenrechten mee over. Er is dus sprake
van een samenloop van wetsbepalingen voor zover een recht zowel een afhankelijk recht
als een nevenrecht is. Deze samenloop kan worden verklaard uit de geschiedenis van
artikel 3:82 BW. Het ontwerp-artikel 3.4.2.8 was oorspronkelijk opgenomen in afdeling
3.4.2 BW (Overdracht van goederen en afstand van beperkte rechten) en luidde: 'Be-
standdelen en hulpzaken volgen bij een *overdracht* [mijn cursivering] de hoofdzak, af-
hankelijke rechten het recht, waaraan zij verbonden zijn'. De Toelichting Meijers ver-
meldt bij het ontwerp van wat nu artikel 6:142 BW is, dat met dat artikel de werking van
het oorspronkelijke ontwerp-artikel 3.4.2.8 zou worden uitgebreid tot alle gevallen van
overgang van een vordering.¹⁵⁰ Het ontwerp-artikel 3.4.2.8 werd echter, na aanpassing,
verplaatst van naar afdeling 3.4.1 BW (Algemene bepalingen). Dientengevolge geldt nu
de regel dat afhankelijke rechten het recht volgen waaraan zij verbonden zijn, in het alge-
meen voor *iedere rechtsovergang* en niet alleen voor de overdracht.¹⁵¹

Verweermiddelen – Verweermiddelen zijn juridische gronden waarop de schuldenaar
zich jegens de schuldeiser gerechtvaardigd kan beroepen om de verrichting van een
bepaalde prestatie op te schorten. De overdracht van de obligatievordering laat de
verweermiddelen van de debitrice in beginsel onverlet. Het gaat in de eerste plaats
om contractuele verweermiddelen.

Contractuele verweermiddelen zijn middelen die deel uitmaken van de inhoud van een
verbintenis. Zij kunnen jegens de nieuwe schuldeiser worden uitgeoefend, omdat de oor-
spronkelijke schuldeiser niet méér rechten heeft kunnen overdragen dan hij zelf heeft
(*nemo plus iuris transferre potest quam ipse habet*). Mijnsen spreekt van bijzondere
bedingen die de schuldplichtigheid van de schuldenaar nader regelen.¹⁵² Door de juris-
prudentie erkende voorbeelden van contractuele verweermiddelen zijn het arbitrale
beding, en het beding dat bepaalt welke rechterlijke instantie competent is over eventue-
le geschillen te oordelen.¹⁵³ Andere voorbeelden van contractuele verweermiddelen
zijn: de opschortende voorwaarde of tijdsbepaling (§ 6.2.1), het beding van achterstel-

150 Parl. Gesch. Boek 6, p. 527-528

151 Parl. Gesch. Boek 3, p. 312-313.

152 Zie Asser/Mijnsen/De Haan 3-1 2001, nr. 286

153 Zie: HR 2 november 1933, *NJ* 1934, p. 302-304 m.nt. P. Scholten (Coöperatieve Veilingsvereniging
voor Bloembollenkweekers 'Hollandsch Bloembollenkweekersgenootschap' G.A./Van der Ploeg en
Van Zanten); HR 2 december 1932, *NJ* 1933, p. 509-511 (Vereniging 'Het bureau voor Muziek-
auteursrecht'/Van der Mars).

ling (§ 1.6). Zoals gezegd, maakt het conversiebeding, ongeacht haar verbintenisrechtelijke vormgeving (§ 5.2), deel uit van de inhoud van een converteerbare obligatie. Indien het beding een wilsrecht van de debitrice op conversie inhoudt, levert het een verweermiddel op. Ook het trustbeding is een contractueel verweermiddel.

De overdracht van de obligatievordering laat in beginsel ook de wettelijke verweermiddelen van de debitrice onverlet.

Wettelijke verweermiddelen maken geen deel uit van een vordering. Zij worden, ongeacht de inhoud van een verbintenis, door de wet aan de schuldenaar toegekend. Voorbeelden van wettelijke verweermiddelen zijn: het opschortingsrecht van artikel 6:52 BW; de in artikel 6:130 BW bedoelde bevoegdheid tot verrekening van een overgegangene vordering met een tegenvordering op de oorspronkelijke schuldeiser; de *exceptio non adimpleti contractus* van artikel 6:262 BW. Wettelijke verweermiddelen worden (in beginsel) uitgeoefend tegen de nieuwe schuldeiser. Dat volgt uit de verweermiddelenregel, die bepaalt dat de overgang van een vordering de verweermiddelen van de schuldenaar onverlet laat, artikel 6:145 BW.¹⁵⁴

Geen verweermiddelen zijn de verweren die erop neerkomen dat de vorderende partij geen schuldeiser is en dus niets te vorderen heeft.

Een voorbeeld daarvan is het verweer van een vroegere schuldenaar dat een verbintenis door verrekening is tenietgegaan (vóór de overgang van artikel 6:145 BW).¹⁵⁵ Om deze reden is evenmin een verweermiddel het beroep van een schuldenaar op de niet-overdraagbaarheid van een vordering.

In bepaalde gevallen kan de schuldenaar tegenover de nieuwe schuldeiser geen beroep doen op de verweermiddelen die hij wel kon tegenwerpen aan de oorspronkelijke schuldeiser.

De schuldenaar kan zich niet op een verweermiddel beroepen indien hij en de oorspronkelijke schuldeiser zijn overeengekomen dat het verweermiddel een persoonlijk karakter heeft, wanneer hij afstand heeft gedaan van het verweermiddel of wanneer hij jegens de nieuwe schuldeiser de schijn heeft gewekt dat een verweermiddel niet bestaat.¹⁵⁶ Hetzelfde geldt wanneer de schuldenaar aan de nieuwe schuldeiser heeft verklaard zuiver en onvoorwaardelijk gebonden te zijn. Indien de schuldenaar jegens de verkrijger van een vordering de schijn heeft gewekt dat de bevoegdheden van laatstgenoemde niet zijn beperkt, kan de laatstgenoemde mogelijk een beroep doen op artikel 3:36 BW. Mijnsen

¹⁵⁴ Zie over deze wetsbepaling: Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 569; Van Empel en Huizink 2002, nr. 27.

¹⁵⁵ Anders Toelichting Meyers Boek 6, p. 507-508

¹⁵⁶ Asser/Mijnsen/De Haan 3-I 2001, nr. 286

stelt dat de enkele omstandigheid dat bepaalde bedingen niet zijn opgenomen in een van de vordering opgemaakte schuldbekentenis, in het algemeen niet voldoende is voor een geslaagd beroep op het genoemde artikel.¹⁵⁷

De wet beperkt de tegenwerpbaarheid van verweermiddelen aan de nieuwe schuldeiser die gerechtigde is van een vordering aan toonder of order na een overdracht overeenkomstig artikel 3:93 BW. Lid 1 van artikel 6:146 BW bepaalt dat de schuldenaar een verweermiddel, gegrond op zijn verhouding tot een vorige schuldeiser, in dat geval niet kan tegenwerpen aan de verkrijger en diens rechtsopvolgers, tenzij het verweermiddel bekend was aan de verkrijger of voor hem kenbaar was uit het papier op het tijdstip van de overdracht. Deze uitzondering op artikel 6:145 BW is mijns inziens de hoofdregel bij obligaties aan toonder. Goed verdedigbaar is dat de debitrice bij uitgifte van een obligatielening afstand doet van verweermiddelen die zijn gegrond op haar persoonlijke verhouding tot de nemer van obligaties (veelal een bankensyndicaat, zie § 4.2.1), en dat alleen de verweermiddelen tegenwerpbaar zijn die blijken uit (leningsvoorwaarden die zijn gepubliceerd in) een prospectus.¹⁵⁸

Lid 2 van artikel 6:146 BW bepaalt dat een beroep op onbekwaamheid of onbevoegdheid ook kan worden gedaan jegens een daarmee niet bekende verkrijger, indien zij ten tijde van zijn verkrijging kenbaar was uit een in een openbaar register opgenomen inschrijving (bij of krachtens de wet voorgeschreven teneinde kennisneming mogelijk te maken van de feiten waarop de onbevoegdheid of onbekwaamheid berust).

Achterblijvende rechtsverhouding – Bij overdracht van de obligatie blijft de eerste obligatiehouder (de obligatienemer) partij bij de overeenkomst waaruit de obligatie is ontstaan. De rechten die zijn verbonden aan de overeenkomst waaruit een overgedragen obligatie is ontstaan, gaan niet over op de verkrijger maar blijven achter bij de vervreemder. Dit betekent dat de uitoefening van de bedoelde rechten is voorbehouden aan de eerste obligatiehouder. Het gaat naar heersende opvatting om bevoegdheden die zijn verbonden aan de gehele rechtsverhouding tussen de debitrice en de obligatienemer en die ertoe strekken de rechtsverhouding te beëindigen: de rechten tot ontbinding, vernietiging, opzegging van een duurovereenkomst en van reclame.¹⁵⁹

1.7.5 Vervreemding obligaties door contractsoverneming

In § 1.7.4 zijn de rechtsgevolgen geschetst van de overdracht van obligaties. Daarbij bleek dat de aan obligaties verbonden rechten bij overdracht mee overgaan en bepaalde verweermiddelen door de debitrice tegen de nieuwe obligatiehouder kunnen wor-

157 Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 286.

158 In zoverre wordt de obligatie door overdracht losgemaakt van de oorspronkelijke overeenkomst tussen de debitrice en de nemer van een obligatie. Vgl. Polak/Scheltema/Meijer 1993, hoofdstuk 2, § 4, over de leer van de materiele abstractie.

159 Zie: Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 283, Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 566 en 569, Verhagen en Rongen 2000, § 9.1

den uitgeoefend, maar dat de obligatienemer partij blijft bij de overeenkomst waaruit de obligatie is ontstaan. Het achterblijven van de oorspronkelijke rechtsverhouding is bezwaarlijk. De nemer van een obligatie zal er in de praktijk niet van uitgaan dat hij nog partij is bij de obligatielening. Het is overigens goed om te beseffen dat bij een overgenomen emissie die eerste obligatiehouder een bankenconsortium is (§ 4.2.) Ook andere verkrijgers van obligaties zullen er niet van uitgaan dat niet zij, maar de obligatienemer bevoegd is tot ontbinding of vernietiging van de obligatielening.

In de literatuur worden verschillende methoden aangedragen om de overgang van de bedoelde rechten te bewerkstelligen.

Beekhuis meent dat de cedent die alle rechten uit een overeenkomst overdraagt, kan overeenkomen dat het recht van ontbinding daaronder zal zijn begrepen. Hij zou dan ten voordele van de cessionaris de bevoegdheid prijsgeven om zelf uit te maken of hij van zijn verplichtingen wegens wanprestatie van de wederpartij ontslagen zal worden. Beekhuis ziet geen reden om dit niet mogelijk te achten, omdat de positie van de wederpartij er niet minder op wordt. Men vermijdt de situatie dat de vordering tot ontbinding moet worden ingesteld door de cedent en die tot schadevergoeding en terugbetaling door de cessionaris.¹⁶⁰

Perrick acht het geoorloofd om de vorderingen tot ontbinding, ongedaanmaking, schadevergoeding en vernietiging te cederen aan de cessionaris van alle vorderingen uit een overeenkomst. Hij vindt evenwel dat contractsoverneming veelal aangewezen is in de gevallen waarin overdracht van de rechten tot ontbinding of vernietiging van een overeenkomst aan de orde is.¹⁶¹

Volgens De Kluiver brengt de aanneming van een meerpartijenovereenkomst met zich dat de gehele contractpositie integraal overgaat, kennelijk door contractsoverneming. De aard van de meerpartijenovereenkomst impliceert volgens hem de vereiste medewerking.¹⁶² Hieronder in deze paragraaf zien we dat bij contractsoverneming ook een aktevereiste geldt.

Het aannemen van een stilzwijgende contractsuitsluiting of contractsoverneming komt Rongen gekunsteld voor.¹⁶³ Hij suggereert toepassing van het leerstuk van het derdenbeding (artikel 6:253 e.v. BW). In de trustakte zou men een derdenbeding kunnen lezen ten behoeve van de obligatiehouders en hun rechtsopvolgers. Aanvaarding van dit beding door de obligatiehouders zou vrij snel kunnen worden aangenomen, artikel 6:253 lid 4 BW.

160 J.H. Beekhuis in zijn annotatie van HR 19 juni 1964, *NJ* 1965, 341 (Van Reekum Metalen NV/ Haars q.q.).

161 Perrick 1996, p. 247-248.

162 De Kluiver 1997/1, p. 63-64.

163 Rongen 1999, p. 315-316, voetnoot 24.

Verhagen en Rongen bepleiten de analoge toepassing van artikel 6:279 leden 2 en 3 BW (ontbinding van meerpartijenovereenkomst).¹⁶⁴ Mijnsen brengt daartegen in dat het niet onmiddellijk voor de hand ligt dat tussen cedent, cessionaris en schuldenaar een meerpartijenverhouding ontstaat die vergelijkbaar is met de verhouding waarop artikel 6:279 BW doelt. Hij stelt dat meer aannemelijk is dat de cessionaris buiten de verhouding tussen cedent en schuldenaar staat.¹⁶⁵ Ik voeg daaraan toe dat het eveneens aannemelijk is dat de schuldenaar buiten de verhouding tussen cedent en cessionaris staat.

De Rechtbank Almelo oordeelde in 1991 over de vraag of een latere verkrijger van toonderobligaties was gebonden aan een regeling met betrekking tot vervanging van verloren gegane toonderstukken.¹⁶⁶ De rechtbank verwierp de stelling dat een trustovereenkomst ter zake van toonderobligaties derdenwerking heeft, enkel en alleen omdat de trustovereenkomst is aangegaan tussen de trustee en de oorspronkelijke koper van genoemde obligaties en die overeenkomst die werking impliceert. Naar het oordeel van de rechtbank miskent die stelling de functie die een waardepapier in het handelsverkeer inneemt. Eigenaars van waardepapieren moeten erop kunnen vertrouwen dat het in hun bezit zijnde papier de waarde vertegenwoordigt die daaraan in het handelsverkeer wordt toegekend. Deze opvatting impliceert volgens de rechtbank dat aan de trustovereenkomst geen derdenwerking kan worden toegekend, omdat dit zou betekenen dat derden door toedoen van de trustee elk moment geconfronteerd zouden kunnen worden met de omstandigheid dat de te goeder trouw gekochte obligaties waardeloos worden. De rechtbank acht dit, gelet op de maatschappelijke functie van een waardepapier, onaanvaardbaar.

Contractsoverneming is geregeld in artikel 6:159 BW. Zij is een verbintenisrechtelijke rechtshandeling die neerkomt op vervanging van subjecten van de overeenkomst (vergelijk § 5.5.4). Contractsoverneming doet een gehele contractspositie overgaan, niet alleen een vordering met de daaraan verbonden rechten en middelen.¹⁶⁷ Dat rechtsgevolg komt naar mijn mening overeen met wat partijen door overdracht van obligaties (impliciet) nastreven. Ik onderzoek daarom in het vervolg van deze paragraaf of men de die overdracht kan beschouwen als de overneming van de contractspositie van de obligatienemer door de latere verkrijger.

Het genoemde wetsartikel vereist in de eerste plaats medewerking van de wederpartij van de partij die zijn rechtsverhouding overdraagt aan een derde. De voor contractsoverneming vereiste medewerking van de betrokken partijen kan vooraf worden verleend. De medewerking vooraf door de debitrice, de trustee en de mede-obligatiehouders kan besloten liggen in de obligatielening.

¹⁶⁴ Verhagen en Rongen 2000, § 9.2.

¹⁶⁵ Asser/Mijnsen/De Haan 3-I 2001, nr. 283.

¹⁶⁶ Rb. Almelo 30 januari 1991, NJ 1994, 203 (Amsterdam-Rotterdam Bank N.V./Jaarsveld), r.o. 5.

¹⁶⁷ Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 611.

De ratio van het medewerkingsvereiste is dat de contractsovername niet plaatsvindt buiten de wederpartij om.¹⁶⁸ Uit dit vereiste volgt dat contractsovername een meerpartijenovereenkomst is.¹⁶⁹ De medewerking kan in elke vorm, en zowel vooraf als achteraf worden verleend.¹⁷⁰ Uit artikel 3:37 lid 1 BW volgt dat zij besloten kan liggen in één of meer gedragingen, ook in een zwijgen.¹⁷¹

Artikel 6:159 BW eist ook een *tussen de overdrager en overnemer opgemaakte* akte. Uit de wetgeschiedenis blijkt niet duidelijk waarom bij contractsovername voor een zwaarder aktevereiste is gekozen dan bij cessie.

Volgens Vranken is niet duidelijk of onder het oude recht voor contractsovername een akte vereist was. Hij houdt het erop dat contractsovername vormvrij was.¹⁷² De Hoge Raad deelt die conclusie. Artikel 1451 BW (oud) stelde wel de eis dat de tot schuldvernieuwing strekkende wil duidelijk moet blijken uit de akte. Dit was echter geen hard vereiste. Volgens de Hoge Raad betekende de in dat wetsartikel genoemde akte: 'rechtshandeling'. Voor een overeenkomst van schuldvernieuwing was dus geen vorm voorgescreven. In het bijzonder gold niet de eis dat zij bij akte geschiedde.¹⁷³

Uit de toelichting van Meijers op het ontwerp van het huidige artikel 6:159 lid 1 BW blijkt slechts dat hij met het aktevereiste bij contractsovername aansluiting zocht bij de cessie.¹⁷⁴ In zijn toelichting op het ontwerp van het huidige artikel 3:94 BW stelt Meijers dat er in ons land niet van een behoefte is gebleken om af te wijken van het toenmalige stelsel, dat bij cessie ook al een akte verlangde.¹⁷⁵

Het aktevereiste bij cessie wordt doorgaans niet beschouwd als een belemmering voor de levering en overdracht van rechten op naam.¹⁷⁶ De reden daarvoor lijkt te zijn dat aan de vorm en inhoud van de cessieakte geen zware eisen worden gesteld. Het is voldoende dat de vervreemder in de akte eenzijdig verklaart dat hij aan een bij naam genoemde verkrijger levert, en dat de verkrijger door enigerlei gedraging de levering aanvaardt.¹⁷⁷

168 Parl. Gesch. Boek 6, p. 584-585.

169 Toelichting Meijers Boek 6, p. 635.

170 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 610.

171 Vergelijk HR 23 april 1999, *NJ* 1999, 497 (Jut/Nederlandse Verzekeringsgroep NV, Aegon Schadeverzekering NV en Aegon Levensverzekering NV), r.o. 3.3.2.

172 Zie overwegingen 12-13 van de conclusie van A-G Vranken voor HR 27 juni 1997, *NJ* 1997, 641 (Budde/Toa Moa Cruising Limited).

173 R.o. 3.6 van het bedoelde arrest.

174 Toelichting Meijers Boek 6, p. 635.

175 Parl. Gesch. Boek 3 BW, p. 392.

176 Wel bepleit men de (gedeeltelijke) afschaffing van de door artikel 3:94 lid 1 BW voor cessie vereiste mededeling van de levering aan de persoon of personen tegen wie het te leveren recht kan worden uitgeoefend. De wetgever lijkt daaraan gevolg te zullen geven, gezien wetsvoorstel 28 878 tot wijziging van artikel 94 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het mededelingsvereiste. Zie over het wetsvoorstel onder meer het themanummer *WPNR* 2003-6546.

Die aanvaarding hoeft niet in de akte te geschieden. De wettelijke bewoordingen gunnen partijen enige vrijheid. Het genoemde artikellid spreekt immers van 'een daartoe bestemde akte'. De wetgever heeft daarmee bewust andere bewoordingen gekozen dan die van artikel 3:89 lid 1 BW. Dat artikel eist voor de levering van onroerende zaken een 'tussen partijen opgemaakte' (notariële) akte.¹⁷⁸ Dit betekent dat vervreemder en verkrijger hun goederenrechtelijke overeenkomst van levering moeten neerleggen in een akte. Ook bij contractsoverneming is blijkens artikel 6:159 lid 1 BW een 'tussen haar [de overdrager] en de derde [de overnemer] opgemaakte akte' vereist, met dien verstande dat deze niet notarieel hoeft te zijn.¹⁷⁹ Uit de parlementaire geschiedenis van artikel 6:159 BW blijkt echter niet dat de wetgever zich de portee van de gekozen bewoordingen realiseerde. Ik betwijfel daarom of de wetgever bij contractsoverneming een zwaarder aktevereiste heeft willen stellen dan bij cessie.

Het aktevereiste lijkt te zijn ingegeven door de behoefte de over te nemen contractsoverneming in voldoende mate te bepalen.

Ik neem aan dat het aktevereiste bij cessie voortvloeit uit het bij overdracht geldende bepaaldheidsvereiste.¹⁸⁰ De in artikel 3:84 lid 2 BW geformuleerde eis van bepaaldheid betekent dat men een overgedragen goed in de cessieakte in voldoende mate dient te bepalen. Deze eis is minder streng dan de wettelijke formulering doet vermoeden. Voldoende is namelijk dat naar *objectieve* maatstaven, en eventueel achteraf, kan worden vastgesteld welk goed is overgedragen.¹⁸¹ De primaire functie van het bepaaldheidsvereiste is identificatie van de goederen die worden overgedragen.¹⁸²

In het verbintenissenrecht geldt een lichter bepaaldheidsvereiste. krachtens artikel 6:227 BW moeten de verbintenissen die partijen op zich nemen bepaalbaar zijn. Van bepaaldheid is hier reeds sprake indien er *subjectieve* criteria aanwezig zijn aan de hand waarvan deze kan worden vastgesteld.¹⁸³ Deze wetsbepaling is toepasselijk op contractsoverneming via de artikelen 6:213 lid 2 j° 216 BW. (Contractsoverneming is geen verbintenis-scheppende overeenkomst.¹⁸⁴) Het bij contractsoverneming te bepalen en te identificeren object is een partijpositie in een onderliggende overeenkomst. Het verbintenissenrechtelijke bepaaldheidsvereiste heeft bij contractsoverneming echter weinig betekenis

177 Zie: Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 274-275; Snyders en Rank-Berenschot 2001, nr. 347.

178 Zie Parl. Gesch. Boek 3, p. 395 (MvA II).

179 Volgens Verhoeven 2004, p. 6, komt er geen contractsoverneming tot stand, indien die overeenkomst niet is vastgelegd in een akte. Zijns inziens is de overeenkomst in dat geval nietig op grond van artikel 3:39 BW, maar zou er aanleiding kunnen zijn voor conversie van de overeenkomst op grond van artikel 3:42 BW

180 Zie over het bepaaldheidsvereiste onder meer Parl. Gesch. Boek 3 (Inv. 3, 5 en 6), p. 1123.

181 Zie Verhagen en Rongen 2000, § 6.3.

182 Zie Verhagen en Rongen 2000, § 6.4

183 Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 214; Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 23; Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 225

184 Zie Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 610.

indien men daaraan tevens een goederenrechtelijk bepaaldheidsvereiste stelt (via het aktevereiste). Daardoor wordt het bepaaldheidsvereiste immers verzwaaard, in die zin dat de bepaaldheid naar objectieve maatstaven moet kunnen worden vastgesteld.

Een zwaarder bepaaldheidsvereiste dan dat van artikel 6:227 BW is bij contractsoverneming weinig zinvol.

Het is over het algemeen niet mogelijk om precies vast te stellen wat de inhoud en strekking van een overeenkomst is. Die is afhankelijk van de uitleg van de onderliggende overeenkomst. Bovendien hoeft de inhoud van die overeenkomst niet reeds bij het aangaan vast te staan.¹⁸⁵ Daarbij komt nog dat iedere verbintenis uit overeenkomst bepaalbaar moet zijn. Waarom zou die eis bij contractsoverneming zwaarder zijn dan bij de overeenkomst die wordt overgenomen? Indien daaraan behoefte bestaat, kunnen partijen een contractoverneming vrijwillig neerleggen in een akte.¹⁸⁶ Tot slot zijn de bescherming van de zwakke partij tegen zichzelf (overijling), noch tegen haar wederpartij (overwicht) specifieke redenen om de contractsoverneming aan vormvereisten te onderwerpen.¹⁸⁷

Het belang van het rechtsverkeer is gediend met een coulante benadering van het aktevereiste bij contractsoverneming. Naar mijn mening zou voor overgang van obligaties door contractsoverneming voldoende moeten zijn, dat aan de hand van subjectieve criteria kan worden bepaald welke rechten en verplichtingen voortvloeien uit de obligatielening en worden overgedragen aan de opvolgende obligatiehouder.

¹⁸⁵ Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 227

¹⁸⁶ Vergelijk Meijers' opmerking over het ontbreken van een aktevereiste bij schuldoverneming: Toelichting Meijers Boek 6, p. 628

¹⁸⁷ Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 60, noemt deze algemene gronden voor vormvoorschriften.

AANDELEN

2.1 Inleiding

Dit hoofdstuk is gewijd aan aandelen in het geplaatste kapitaal van een NV. In § 2.2 wordt het bijzondere vennootschapsrechtelijke wezen van aandelen en het geplaatste kapitaal besproken.

De uitgifte van aandelen komt uitgebreid aan de orde in § 2.3. De reden daarvoor is dat bij conversie van obligaties in nieuwe aandelen sprake is van uitgifte. In de literatuur wordt soms gesuggereerd dat voor uitgifte meer nodig is dan een uitgifteovereenkomst. In § 2.4 wordt ingegaan op de vraag of dat meerdere bestaat in een goederenrechtelijke handeling. Bij de uitgifte moeten (soms krachtens wet) bepaalde handelingen worden verricht. Deze niet-constitutieve handelingen worden besproken in § 2.5.

Het hoofdstuk wordt in § 2.6 besloten met een beschouwing over omzetting van eigen vermogen in kapitaal. Die figuur is verwant aan omzetting van vreemd vermogen in kapitaal, zoals conversie van obligaties in nieuwe aandelen.

2.2 Vermogensrechten van eigen aard op geplaatst kapitaal

Wettelijke definitie – Artikel 2:79 lid 1 BW definieert aandelen als de gedeelten, waarin het *maatschappelijk* kapitaal bij statuten is verdeeld.¹ Deze definitie schiet in twee opzichten tekort. In de eerste plaats doet zij geen recht aan het onderscheid tussen het wel- en het niet-geplaatste deel van het maatschappelijk kapitaal.² Niet-geplaatst kapitaal waarin het maatschappelijk kapitaal voorziet, is niet verschaft en daarvoor zijn ook geen aandelen uitgegeven. Het heeft alleen in zoverre betekenis dat zonder statutenwijziging voor dat bedrag nog aandelen kunnen worden uitgegeven. In de tweede plaats duidt de definitie niet op aandelen, maar op het geplaatste kapitaal (het nominale vermogen dat op aandelen moet worden ingebracht).

Het geplaatste kapitaal (en het gestorte deel daarvan) is gelijk aan de som van de nominale bedragen van de (bij de oprichting van de NV of later) geplaatste aandelen (en het

1 Het aandeel luidt dwingendrechtelijk in een bepaald bedrag (artikel 2:67 lid 1 eerste volzin BW), omdat het Nederlandse recht geen aandelen kent zonder nominale waarde. Zie Schutte-Veenstra 2000, over afschaffing van nominale waarde van aandelen.

2 Vergelijk Van Mourik en Verstappen 1997, p. 319.

gestorte deel daarvan), artikel 2:67a lid 1, vierde volzin BW. De akte van oprichting vermeldt het bedrag van het geplaatste kapitaal en het gestorte deel daarvan, artikel 2:67 lid 1 BW. Tenminste éénmaal per jaar moet het bedrag van het geplaatste kapitaal worden ingeschreven in het handelsregister, artikel 14 onder d Handelsregisterbesluit 1996. Het geplaatste kapitaal moet daarnaast op de in de jaarrekening opgenomen balans worden vermeld, artikel 2:364 lid 4 j° 373 lid 1 BW.

Eigen definitie – Aandelen zijn vermogensrechten van eigen aard op het geplaatste kapitaal van een NV.³ Het eigene van de aard van aandelen is gelegen in de bijzondere wettelijke regeling ervan in de vennootschapsrechtelijke bepalingen van Boek 2 BW. De kwalificatie als vermogensrecht vindt steun in literatuur en rechtspraak.⁴ Artikel 3:6 BW omschrijft vermogensrechten als rechten die hetzij afzonderlijk, hetzij tezamen met een ander recht overdraagbaar zijn, of ertoe strekken de rechthebbende stoffelijk voordeel te verschaffen, ofwel verkregen zijn in ruil voor verstrekt of in het vooruitzicht gesteld stoffelijk voordeel. De wet stelt in artikel 2:64 lid 1 BW de hoofdregel dat aandelen in het kapitaal van de NV overdraagbaar zijn. Daarmee is voldaan aan artikel 3:83 lid 3 BW, zelfs indien daarvoor niet voldoende is dat overdraagbaarheid voortvloeit uit de wet. Uit artikel 2:87 lid 1 BW volgt bovendien dat de overdraagbaarheid van aandelen bij de statuten kan worden beperkt, maar niet onmogelijk of uiterst bezwaarlijk kan worden gemaakt.⁵ Aandelen zijn reeds daarom vermogensrechten. Doorgaans ook strekken zij ertoe de rechthebbende(n) stoffelijk voordeel te verschaffen en worden zij verkregen in ruil voor verstrekt of in het vooruitzicht gesteld stoffelijk voordeel (men dient immers op aandelen te storten). Aandelen zijn geen registergoederen.⁶ Aandelen zijn vatbaar voor beslag.⁷

Rechten en verplichtingen – Het aandeelhouderschap is de rechtsbetrekking tussen NV en aandeelhouder. Deze rechtsbetrekking is geen verbintenis.⁸ De actiefzijde van

3 Kortheidshalve kan men ook spreken van aandelen 'in' of 'van' een NV. De term 'aandeel' wordt ook, maar niet door mij, gebruikt voor het aandeelbewijs aan toonder waaraan het recht van aandeel verbonden kan zijn.

4 Zie en vergelijk onder meer: Meijers 1948, p. 268; Handboek 1992, nrs. 161, 166, 173, Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 180, Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 32; Kortmann 1993, p. 21; Slagter 1992, p. 5; Pitlo/Raaijmakers 2000, § 1.123 en 4.30-4.31; HR 2 december 1994, NJ 1995, 288 m.nt. J M M. Maeijer (Poot/ABP), r.o. 3.4.3 en onderdeel 10 c conclusie A-G Hartkamp.

5 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 210.

6 Het bestuur van de vennootschap moet weliswaar een register houden van de houders van de aandelen op naam (artikel 2:85 en 194 BW), maar deze registratie – die niet geldt ten aanzien van aandelen aan toonder – is geen voorwaarde voor de overdracht van aandelen.

7 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 209.

8 Verbintenissen zijn vermogensrechtelijke betrekkingen tussen twee of meer personen, krachtens welke de een jegens de ander tot een prestatie gerechtigd is en deze jegens gene tot die prestatie verplicht is, Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 6. Het ontwerp voor een Nieuw Burgerlijk Wetboek van Meijers neemt als uitgangspunt dat alleen die rechtsplichten waarmee een subjectief vermogens-

het aandeel is geen vorderingsrecht. De passiefzijde is geen gewone schuld, maar een bijzondere, vennootschapsrechtelijk 'onlosbare schuld' (zie § 2.2). Het aandeelhouderschap wordt naar de heersende opvatting niet beheerst door een overeenkomst, maar door een eigen regime van wet, statuten en besluiten.⁹ Uit dat regime ontstaan organisatierechtelijke en vermogensrechtelijke betrekkingen tussen NV en aandeelhouders en tussen aandeelhouders onderling.

Aandeelhouders hebben een beperkt aantal verplichtingen. Bovendien bepaalt artikel 2:81 BW dat aan een aandeelhouder niet, zelfs niet door wijziging van de statuten, tegen zijn wil enige verplichting boven de storting tot het nominale bedrag van het aandeel kan worden opgelegd.¹⁰ De meest in het oog springende verplichting van de aandeelhouder is die tot inbreng op de door hem genomen aandelen (of op door hem verkregen bestaande, niet-volgestorte aandelen op naam), § 2.5.1. Een andere veelgenoemde aandeelhoudersverplichting is die om zich jegens de NV en alle krachtens wet en statuten bij haar organisatie betrokkenen te gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, artikel 2:8 BW.¹¹

Tot de organisatierechtelijke zijde van het aandeelhouderschap (een lidmaatschapsverhouding, zo men wil) behoort het recht op de uitoefening van het stemrecht, artikel 2:117 lid 1 BW.

Als andere organisatierechtelijke rechten kunnen in ieder geval worden genoemd: het worden opgeroepen tot het bijwonen van en het deelnemen aan de beraadslagingen ter aandeelhoudersvergadering (artikel 2:113 lid 1, 117 lid 1 BW); het bijeenroepen van de aandeelhoudersvergadering, al dan niet met de rechterlijke machtiging daartoe (artikel 2:110 lid 1, 112^o 108 en 108a BW); de kennisneming van de agenda van de afdeling van de vennootschap (artikel 2:114 lid 1 BW), het recht op inlichtingen (2:107 lid 2 BW); eventueel de besluitvorming buiten de vergadering van aandeelhouders (artikel 2:128 BW); het recht op inzage en afschrift van de jaarstukken (artikel 2:102 lid 1 BW); het recht op redelijke en billijke bejegening door andere bij de vennootschap betrokkenen (artikel 2:8 lid 1 BW); het recht op gelijke behandeling (artikel 2:92 lid 2 BW); het recht van enquête (artikel 2:346 onder b BW); het recht het bestuur van de vennootschap

recht correspondeert van degene jegens wie de rechtsplicht bestaat, verbintenissen zijn in de zin van Bock 6, aldus Toelichting Meyers Bock 6, p. 458. Vergelijk ook Blanco Fernández 1994, p. 85, die binnen het aandeelhouderschap de lidmaatschapsverhouding centraal stelt. Indien men aanneemt dat een verbintenis een vermogensrechtelijke betrekking is, zo stelt hij, dan kan de lidmaatschapsverhouding niet als een verbintenis worden beschouwd.

9 Zie Asser/Maeyer 2-III 2000, nr 51, Handboek 1992, nr 131. De uitgifte van aandelen is daarentegen wel een overeenkomst, zie § 2.3 R.C.J. Galle, 'Het lidmaatschap is een overeenkomst', S&V 1998-2, p. 50-51, bestrijdt dit onderscheid tussen het karakter van de toetredingshandeling en het lidmaatschap van een vereniging of coöperatie dat daardoor ontstaat. Galle beschouwt dat lidmaatschap als een contractuele rechtsbetrekking.

10 Rensen 2001, p. 484-485, bespreekt artikel 2:81 BW.

11 Zie bijvoorbeeld Asser/Maeyer 2-III 2000, nr 177. Rensen 2001, p. 484, noemt nog een aantal wettelijke aandeelhoudersverplichtingen.

te machtigen tot de inkoop eigen aandelen (artikel 2:98 lid 4 BW); het recht tot het verzoeken van een voorlopig getuigenverhoor door de aandeelhouder die voornemens is een rechtsvordering tegen de vennootschap in te stellen (HR 20 oktober 1995, *NJ* 1996, 120).

Het stemrecht en de in de kleine letters genoemde, daarvan afgeleide organisatie-rechtelijke rechten van de aandeelhouder hebben geen vermogensrechtelijk karakter.¹² Het is de vraag of, hoe en in welke mate organisatierechtelijke rechtshandelingen en rechtsbetrekkingen worden beheerst door het in de Boeken 3 en 6 BW neergelegde vermogensrecht. Eventuele doorwerking van het algemeen vermogensrecht in de organisatierechtelijke sfeer is toe te schrijven aan directe werking van bepalingen die zijn toegesneden op rechtspersonen, werking via schakelbepalingen of analoge toepassing.¹³ De kwestie wordt hier niet verder besproken.¹⁴

Tot de vermogensrechtelijke zijde behoren de verbintenissen die uit het aandeelhouderschap ontstaan. Op deze verbintenissen zijn de bepalingen van de Boeken 3 en 6 BW rechtstreeks toepasselijk, althans voor zover daar in Boek 2 BW niet van wordt afgeweken.

De bedoelde verbintenissen zijn in ieder geval: het recht op dividend (artikel 2:105 lid 1 BW), in geval van vereffening, het recht om te delen in het liquidatieoverschot (artikel 2:23b lid 1 BW); het recht op inzage in de boeken en bescheiden van een ontbonden vennootschap (artikel 2:24 lid 4 BW); het recht op het instellen van vordering tot overdracht van aandelen (artikel 2:336 lid 1 BW); het recht op het instellen van vordering tot overname van aandelen (artikel 2:343 BW); het voorkeursrecht bij emissie van aandelen (artikel 2.96a BW).

Geplaatst kapitaal is bijzondere schuld – Het aandeel is een recht van de aandeelhouder jegens de NV op (een deel van) haar geplaatste kapitaal.¹⁵ Het is niet een (voorwaardelijk, niet-opeisbaar) vorderingsrecht in de zin van 3:83 leden 1 en 2 BW. Tegenover het bijzondere recht van aandeel staat een bijzondere schuld van de NV: het geplaatste kapitaal. Het kapitaal draagt bij aan het eigen vermogen. Daarmee onderscheidt het zich van de schulden van de NV, die tot het vreemd vermogen worden gerekend. Kapitaal en vreemd vermogen dienen beide aan de passiefzijde van de

12 De omstandigheid dat een organisatierechtelijk recht op zichzelf geen vermogensrecht is, sluit niet uit dat de aandeelhouder met de uitoefening daarvan zijn vermogensbelang beoogt te dienen. Zie in deze zin over het recht van enquête HR 19 mei 1999, *JOR* 1999/170 (De Haan Beheer BV/Hamm q.q.), r.o. 4.2, en HR 19 mei 1999, *JOR* 1999/171 (De Haan dochters/Hamm q.q.), r.o. 4.2 I, beide m.nt. S.C.J.J. Kortmann.

13 Zie De Kluiver en Koelemeijer 1998, p. 34-36.

14 Zie onder meer: Kortmann 1992, p. 91-93; Slagter 1994/2, p. 293-294; Van Solinge 1994, p. 50-52; Van Solinge 1995, p. 170-171; Van Olffen 1998, p. 290; Slagter 2002.

15 Hartkamp 1999, nr. 40, constateert dat het aandeel niet past in het in de literatuur gangbare schema, waarin vermogensrechten worden verdeeld in absolute en relatieve (of persoonlijke) rechten.

balans van de jaarrekeningplichtige te worden opgenomen, artikelen 2:373 lid 1 aanhef en onder a en lid 2 en 375 lid 1 aanhef en onder a BW.

In de literatuur leidt de bijzondere eigenschap van kapitaal tot verschillend woordgebruik.

Van der Grinten noemt (geplaatst) kapitaal krachtens de wet onlosbare vennootschappelijke schuld.¹⁶ Winter tekent aan dat het (geplaatst) kapitaal geen schuld is, noch in bedrijfseconomische, noch in juridische zin. Hij definieert het (geplaatst) kapitaal als het bedrag dat weergeeft de tegen uitgifte van aandelen door de gezamenlijke aandeelhouders minimaal te verstrekken bijdrage tot het eigen vermogen van de vennootschap.¹⁷ Maeijer wijst erop dat de betekenis van kapitaal als schuld van eigen, vennootschapsrechtelijke aard tot uiting komt doordat het kapitaal (eventueel tezamen met het als aparte post te boeken agio) op de balans wordt geboekt onder de passiva, terwijl daartegenover de inbreng of de vordering tot inbreng op de vennoten bij de start van de vennootschap onder de activa wordt opgenomen.¹⁸ Pitlo/Raaijmakers 2000 spreekt van een “indirect” recht op het vermogen door middel van het recht op een deel van het liquidatie-saldo en de gerealiseerde winst in de vorm van dividend respectievelijk op de vrije reserves indien daaruit een uitkering aan aandeelhouders wordt gedaan’.¹⁹

Het kan mijns inziens geen kwaad om kapitaal te duiden als vennootschappelijke schuld. Daarbij dient men wel rekenschap te nemen van het feit dat betaling van die schuld wordt belemmerd door de wettelijke regels omtrent de kapitaalbescherming.

Betaling op aandelen – Betaling op aandelen is voorwaardelijk en in beperkte mate mogelijk. Het is in drie gevallen mogelijk om op aandelen te betalen. In de eerste plaats kan betaling plaatsvinden bij kapitaalvermindering (door intrekking van aandelen of vermindering van het nominale bedrag van aandelen), artikel 2:99 BW. In de tweede plaats kan de aandeelhouder na ontbinding van de vennootschap recht hebben op een deel van een eventueel liquidatieoverschot, artikel 2:23b lid 1 BW. In de derde plaats kunnen aan de aandeelhouders (winst)uitkeringen worden gedaan.

De betaling *op* aandelen is niet de betaling *van* aandelen. Er is geen sprake van nakoming van de tegenover aandelen staande vennootschappelijke schuld. De bedoelde vorderingsrechten van de aandeelhouder ontstaan uit de wet, op het moment van de kapitaalvermindering, de liquidatie resp. de winstuitkering. Daarvóór zijn zij toekomstig. Zij ontstaan niet door en tegelijkertijd met de uitgifte van aandelen.²⁰ Dat

16 Handboek 1992, nr. 161. Van der Grinten schrijft dit inzicht toe aan Schadee. Zie: Schadee 1923, Schadee 1924.

17 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 18

18 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 87

19 Pitlo/Raaijmakers 2000, § 4.30

20 Eisma 1999, p. 16, meent dat in het aandeel in elk geval een voorwaardelijk vorderingsrecht besloten ligt. Van Mourik 1988, p. 162, stelt dat een aandeel in wezen primair een vorderingsrecht voorstelt. Van Mourik 2000, p. 316, spreekt van een niet-opeisbare geldvordering.

geldt niet voor participaties. Dat zijn contractuele rechten op (winst)uitkeringen en/of liquidatiegelden (§ 3.10.1), die ontstaan bij hun uitgifte.

2.3 Uitgifteovereenkomst

2.3.1 Inleiding

Ontstaan van aandelen – Uitgifte is één van de wijzen waarop aandelen kunnen ontstaan. Volgens Boek 2 BW kunnen aandelen ontstaan door uitgifte, door rechtshandelingen van oprichting, fusie en splitsing van de NV, en door omzetting van een andere rechtspersoon in een NV.²¹ De wet noemt ook een aantal manieren waarop aandelen teniet kunnen gaan. Het aandeel gaat teniet door rechtshandelingen van kapitaalvermindering, ontbinding van de vennootschap, fusie en splitsing, en door omzetting van een naamloze vennootschap in een andere rechtspersoon.²²

Heersende opvatting – Zoals gezegd in § 2.2, berust kapitaal deelneming niet op een overeenkomst. In de heersende opvatting ligt in de uitgifte van aandelen wel een overeenkomst besloten. De bewoordingen waarin men dit standpunt uitdraagt, verschillen.

Van der Grinten stelt dat de *toetreding* van nieuwe aandeelhouders tot een bestaande vennootschap berust op overeenkomst. De emitterende vennootschap gaat met aspirant-aandeelhouders een overeenkomst tot toetreding aan, waarbij zij zich verbindt de betrokkene als aandeelhouder te aanvaarden. Deze overeenkomst is uitgewerkt met de effectuering van de toetreding tot de vennootschap. Het aangaan van de overeenkomst en haar uitvoering kunnen in tijd samenvallen, zoals in het algemeen bij overeenkomsten wils-overeenstemming en uitvoering tezelfdertijd kunnen plaatsvinden.²³ Maeijer meent dat de toetreding van nieuwe aandeelhouders tot een bestaande vennootschap kan worden beschouwd als een overeenkomst. In de toetreding ligt volgens Maeijer de overeenkomst besloten. Hij acht een voorovereenkomst mogelijk, maar niet noodzakelijk. Door toetreding aanvaardt de nieuwe aandeelhouder dat de kenbare regels die het rechtsregime van de vennootschap bepalen, ook voor hem zullen gelden.²⁴ Winter gebruikt niet de term ‘overeenkomst’, maar spreekt van de uitgifte als een meerzijdige rechtshandeling (plaat-

21 Artikel 2:64 lid 2 j° 311 en 334e, 18 j° 72 lid 3, 96 lid 1 BW.

22 Artikel 2:19, 311 en 334e, 18 j° 71 lid 1, 99 BW. Kapitaalvermindering door vermindering van het nominale bedrag van aandelen leidt strikt genomen niet tot het tenietgaan, maar wel tot een wijziging van het aandeel.

23 Handboek 1992, nr 131.

24 Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs 54 en 247. In nr 54 vergelijkt Maeijer met HR 15 april 1977, *NJ* 1978, 163 m.nt. J.M.M. Maeijer (Staalcom '66 BV/Neher Nederland BV).

sen en nemen) van eigen aard die het aandeel doet ontstaan.²⁵ Honée spreekt van een deelnemingsovereenkomst.²⁶

Eigen mening – De uitgifte van aandelen is een overeenkomst. Deze uitgifteovereenkomst is een unieke rechtspersonenrechtelijke rechtshandeling. Het plaatsen van aandelen door de NV en het nemen van aandelen door de aspirant-aandeelhouder zijn bij uitgifte de twee zijden van de uitgifteovereenkomst.

Hier wordt niet onderzocht of ook kapitaaldeelname bij oprichting berust op een overeenkomst tussen de oprichter(s) en de vennootschap.²⁷ Een andere opvatting is dat die kapitaaldeelname besloten ligt in de oprichtingshandeling.²⁸

Uit de uitgifteovereenkomst blijkt van de overeenstemmende wil van partijen dat de (aspirant-)aandeelhouder toetreedt tot de kring van aandeelhouders van de NV. Die wilsovereenstemming doet aandelen ontstaan en veroorzaakt de onmiddellijke toepasselijheid van het vennootschapsrechtelijke regime op de uitgifteovereenkomst, de aandelen en het aandeelhouderschap.

Algemeen vermogensrechtelijke typering – De uitgifteovereenkomst is een bijzondere vennootschapsrechtelijke overeenkomst, niet een verbintenisscheppende overeenkomst in de zin van artikel 6:213 lid 1 BW.²⁹ Ik zie echter geen bezwaar tegen overeenkomstige toepassing van de eerste vier afdelingen van titel 6.5 BW (Overeenkomsten in het algemeen), voor zover de strekking van de betrokken bepalingen in verband met de aard van de uitgifteovereenkomst zich daartegen niet verzet. Artikel 6:216 lid 1 BW verklaart de genoemde afdelingen immers van overeenkomstige toepassing op andere meerzijdige vermogensrechtelijke rechtshandelingen. Bovendien heeft de wetgever met de formulering van de schakelbepaling van artikel 6:216 BW niet a contrario willen zeggen dat buiten de aangegeven gevallen – meerzijdige vermogensrechtelijke rechtshandelingen – geen plaats zou zijn voor analoge toepassing.³⁰ Hij laat aan de rechter het oordeel of daartoe voldoende grond aanwezig is. Ik wijs nog op de woorden die in de MvA zijn gewijd aan de huidige dwalingsregeling. Daarbij wordt opgemerkt dat artikel 6:216 BW er niet aan in de weg staat om de dwalingsregeling in daarvoor in aanmerking komende gevallen analogisch ook op eenzijdige rechtshandelingen toe te passen. De vraag in hoeverre en onder welke voor-

25 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nrs. 30 en 32.

26 Honée 1998, p. 332.

27 Aldus: Handboek 1992, nr. 131, Franken 2003.

28 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 52.

29 Vergelijk Asser/Hartkamp 4-II 2001, nrs. 18 (waarin Hartkamp de obligatoire overeenkomst onderscheidt van de familierechtelijke overeenkomst) en 27.

30 Parl. Gesch. Boek 6, p. 837.

waarden een beroep op dwaling mogelijk moet zijn, dient voor iedere groep rechtshandelingen afzonderlijk te worden gezien.³¹

Vennootschapsrechtelijke typering – De uitgifteovereenkomst is niet een expliciet door de wet benoemde overeenkomst. Zij wordt echter wel door de wet beheerst. De wet beknot de contractuele vrijheid van de partijen bij de uitgifteovereenkomst. Zo wijst Honée erop dat de inbreng in contanten bij de oprichting moet plaatsvinden door tussenkomst van een bank, dat de inbreng in natura niet stilzwijgend overeengekomen mag worden en dat (behoudens artikel 2:80 lid 2 BW) niet overeengekomen mag worden dat aandelen voor minder dan de nominale waarde worden genomen.³²

De wet laat aan NV en (aspirant-)aandeelhouder enige ruimte om zelf een aantal (vermogensrechtelijke) condities van het aandeelhouderschap te bepalen. Zo komt men in ieder geval overeen de omvang van de inbrengverplichting en de aard van de inbreng (in geld of in natura), zie onder meer de artikelen 2:80 leden 1 en 2, 80a en 80b BW. Omdat deze condities onderdeel uitmaken van de uitgifteovereenkomst, kan men stellen dat de uitgifteovereenkomst na uitgifte in zoverre voortbestaat. Dit sluit aan bij het algemeen verbintenisrechtelijke principe dat een (obligatoire) overeenkomst eindigt wanneer al haar verbintenissen eindigen.³³ Ik herhaal dat de kapitaal-deelneming zelf niet voortvloeit uit de uitgifteovereenkomst, maar een wettelijke grondslag heeft.

De overgang van een contractuele rechtsverhouding naar een wettelijke rechtsverhouding tussen NV en (aspirant-)aandeelhouders wordt geïllustreerd door de beslissing van de OK tot toewijzing van het verzoek tot een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken bij AND International Publishers NV (AND).³⁴ In § 1.5.4 beschreef ik hoe een schuldsanering bij AND in 2001 leidde tot omzetting van de convertibles AND 1998/2003^o in kapitaal. In de enquêteprocedure oordeelt de OK – kort gezegd en voor zover hier van belang – dat AND bij die omzetting bepaalde verwachtingen wekte naar aanleiding waarvan de convertiblehouders instemden met omzetting. AND dient zich overeenkomstig de bij de voormalige convertiblehouders gewekte verwachtingen te gedragen jegens de door omzetting opgekomen aandeelhouders, ingevolge de redelijkheid en billijkheid die AND en de bedoelde aandeelhouders in acht dienen te nemen.

De uitgifteovereenkomst is het enige constitutieve element van de uitgifte van aandelen. Artikel 2:86 lid 1 BW eist (sinds 1 januari 1993) voor de uitgifte (en levering)

31 Zie de toelichting op het later vervallen ontwerp-artikel 3:212 Parl. Gesch. Boek 3, p. 222. Zie ook Kortmann 1992, p. 91-92, die de dwalingsregeling van artikel 6:228 BW toepasselijk acht op besluiten van organen van rechtspersonen, ondanks zijn constatering dat dergelijke besluiten niet vermogensrechtelijk maar rechtspersonenrechtelijk van aard zijn en dat zij mogelijk door één persoon worden genomen.

32 Honée 1998, p. 332.

33 Zie Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 44.

34 Zie ro 31 van OK 19 december 2001, JOR 2002/9 (Faas e.a./AND International Publishers NV).

van aandelen op naam in een niet-beursgenoteerde NV een notariële akte waarbij de betrokkenen partij zijn.³⁵ Bij de uitgifte van de genoemde aandelen is de notariële akte te beschouwen als de wettelijk voorgeschreven vorm van de uitgifteovereenkomst. De uitgifte van andere dan de genoemde aandelen in een NV is vormvrij. Dat een uitgifteovereenkomst vormvrij is, betekent niet dat zij niet bestaat. De vormvrijheid is daarom niet strijdig met de theorie dat de uitgifte van aandelen zowel een uitgiftebesluit als een uitgifteovereenkomst vereist.³⁶ Het uitgiftebesluit op zich is, zoals de vertegenwoordiging van de NV ter zake, een constitutief element van de uitgifteovereenkomst.

De vrije vorm van de uitgifteovereenkomst neemt niet weg dat de uitgifte van bepaalde aandelen gepaard moet gaan met andere handelingen. In § 2.5 bespreek ik een aantal van die niet-constitutieve handelingen.

2.3.2 *Uitgiftebesluit (wilsvorming)*

Wilsvorming – Een rechtspersoon verricht rechtshandelingen door het vormen van een op een rechtsgevolg gerichte wil en de verklaring van die wil, artikel 2:5 BW j° 3:33 BW. Bij de verrichting van rechtshandelingen door een rechtspersoon – een juridische constructie – is menselijk handelen nodig. Die noodzaak wordt doorgaans alleen toegeschreven aan de onmacht van de rechtspersoon als zodanig om verklaringen af te leggen.³⁷ De behoefte aan menselijk handelen dat aan de rechtspersoon is toe te schrijven, bestaat ook in een tweede opzicht. De rechtspersoon als zodanig is namelijk evenmin in staat om zijn op een bepaald rechtsgevolg gerichte wil te vormen (en te hebben). Daartoe mist hij het menselijk vermogen een rechtsgevolg bewust na te streven.

Het ligt voor de hand om de *wilsvorming* van een rechtspersoon te herleiden tot rechtsgeldige besluitvorming van zijn organen. Deze notie wordt in de jurisprudentie niet uitdrukkelijk geaccepteerd of verworpen.

De Hoge Raad lijkt wel de verhouding tussen rechtshandeling, besluitvorming en wilsverklaring op de door mij voorgestane wijze te interpreteren. Hij begreep een besluit van een stichtingsbestuur om een perceel aan een derde in erfpacht over te dragen zó dat met dat besluit de wil van de stichting tot stand is gekomen, tot aanvaarding van een eerder gedaan aanbod van de derde om de erfpacht van het perceel te kopen.³⁸

35 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 200-201, over de motieven van de wetgever bij het stellen van dit vereiste

36 Vergelijk de discussie tussen Dortmund en Van Solinge, in: Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2001, p. 112-113 en 120-121

37 Zie bijvoorbeeld Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II 1997, nr. 80

38 Zie HR 19 oktober 2001, *JOR* 2002/1 (Stichting Het Utrechts Monumentenfonds/Timmermans), met name r.o. 3.4.4 en de noot van J.M. Blanco Fernández

Ook in de literatuur wordt een verband gelegd tussen de vennootschappelijke besluitvorming en wil.

Dumoulin noemt het besluit een eenzijdige rechtshandeling van de rechtspersoon: de verklaring van zijn op een rechtsgevolg gerichte wil.³⁹ Ook Van den Ingh meent dat een besluit in de zin van Boek 2 BW een wilsuiking is van de rechtspersoon, waarmee rechtsgevolg wordt beoogd.⁴⁰

Het is belangrijk de vorming van de wil en de verklaring waarin die wil wordt geuit duidelijk te onderscheiden. Alleen besluiten met direct externe werking zijn te interpreteren als wilsvorming én wilsuiking. Besluiten zonder direct externe werking vormen alleen de wil van de rechtspersoon. De verklaring van de wil wordt afgelegd door het ter zake vertegenwoordigingsbevoegde orgaan, over het algemeen het bestuur van de rechtspersoon.

Wettelijke bevoegdheidsverdeling – Artikel 2:96 lid 1 BW bepaalt dat de NV na de oprichting slechts aandelen kan uitgeven ingevolge een besluit van de ava of van een ander vennootschapsorgaan dat daartoe bij besluit van de ava of bij de statuten voor een bepaalde duur van ten hoogste vijf jaren is aangewezen. Blijkens artikel 2:78a BW wordt onder een ‘ander vennootschapsorgaan’ verstaan: de vergadering van houders van aandelen van een bijzondere soort, het bestuur, de rvc en de gecombineerde vergadering van het bestuur en de rvc. Bij de aanwijzing moet zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven. De aanwijzing kan telkens voor niet langer dan vijf jaren worden verlengd. Tenzij bij de aanwijzing niet anders is bepaald, kan zij niet worden ingetrokken en heeft zij privatieve werking. Overigens kan de ava de aanwijzing tussentijds wel ontkrachten door de verlaging van het maatschappelijk kapitaal.⁴¹

Een uitgiftebesluit van het bestuur (indien daartoe bevoegd) kan bij of krachtens de statuten worden onderworpen aan goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan, artikel 2:129 lid 3 BW. Ook de wet kan goedkeuring eisen van het uitgiftebesluit van het bestuur door een ander vennootschapsorgaan. Een voorbeeld is artikel 2:164 lid 1 aanhef en onder a BW dat bij de structuur-NV voorschrijft dat bestuursbesluiten omtrent (onder meer) de uitgifte van aandelen zijn onderworpen aan de goedkeuring van de rvc.⁴² Een ander voorbeeld is de door – het in wetsvoorstel 28 179 (aanpassing structuurregeling) voorgestelde – ontwerp-artikel 2:107a BW

39 Dumoulin 2000, p. 181

40 Zie de noot van F.J.P. van den Ingh onder Rb. Amsterdam 15 mei 1996, *JOR* 1996/71 (Spijksstra/Thomas Rap BV en Th. Rap)

41 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 235, over de aanwijzing en de voorwaarden waaronder deze kan geschieden.

42 Uit het woord ‘omtrent’ kan worden opgemaakt dat ook het besluit tot het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen aan de goedkeuring van de rvc is onderworpen

geëiste goedkeuring door de afdeling van belangrijke bestuursbesluiten. Het gaat (onder meer) om besluiten omtrent het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking met een andere rechtspersoon. Het is denkbaar dat de samenwerking wordt aangegaan of verbroken (mede) door de uitgifte van aandelen.

De wettelijke bevoegdheidsverdeling ter zake van de uitgifte van aandelen is het resultaat van de implementatie van de Tweede Richtlijn.⁴³ Het Hof van Justitie benadrukt dat artikel 25 lid 1 Tweede Richtlijn beoogt aandeelhouders de waarborg te bieden, dat een besluit tot kapitaalverhoging niet wordt genomen zonder hun deelname aan de uitoefening van de beslissingsbevoegdheid in de vennootschap.⁴⁴ De toelichting bij het in artikel 2:96a BW geïmplementeerde voorkeursrecht (zie § 3.10.5) verwoordt deze gedachte. Het ligt voor de hand dat een NV die nieuw risicodragend kapitaal nodig heeft, daarvoor eerst een beroep doet op haar aandeelhouders.

Ook de jurisprudentie beschouwt het uitgiftebesluit als een constitutief element van de uitgifte.

Uitgifte van aandelen en het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen hebben zwaarwegende gevolgen voor de rechten en belangen van bestaande aandeelhouders. Daarom oordeelt de Rechtbank Amsterdam in 1996 dat voor een geldig besluit daartoe, sprake moet zijn van een expliciet en concreet besluit van het daartoe bevoegde orgaan.⁴⁵ Over dit vonnis van de Rechtbank Amsterdam meer in § 2.3.6. Daarnaast wijs ik op een arrest van het Hof Amsterdam uit 1986, over een uitgifte van aandelen in een BV boven het bedrag van het maatschappelijk kapitaal. Het hof oordeelt dat zulk een besluit wegens strijd met de wet nietig is, hetgeen tot gevolg heeft dat ook de uitgifte nietig is.⁴⁶ Over dit arrest van het Hof Amsterdam meer in § 4.5.1. Tot slot noem ik het arrest Janssen Pers van de Hoge Raad uit 1995.⁴⁷ De Hoge Raad oordeelt daarin dat, indien een op zichzelf rechtsgeldig besluit van de enige aandeelhouder inhoudt dat eerder genomen besluiten

43 Wet van 15 mei 1981 tot aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht, *Stb* 1981, 332, i.w.tr. 1 september 1981, behandeld onder kamerstuknummer 15 304. Met de Tweede Richtlijn wordt bedoeld richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, tweede alinea, van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *PbEG* 1976 L 26/1-13.

44 Zie bijvoorbeeld HvJ EG 23 maart 2000, *Ondernemingsrecht* 2000-9, p. 262-264 met commentaar J.N. Schutte-Veenstra (D. Diamantis/Elliniko Dimosio, Organismos Oikonomikis Anasygkrotosis Epicheiriseon AE (OAE)).

45 Zie r.o. 11 en 12 van Rb. Amsterdam 15 mei 1996, *JOR* 1996/71 m.nt. F.J.P. van den Ingh (Spijkstra/Thomas Rap BV en Th. Rap).

46 Zie Hof Amsterdam 20 mei 1986, *NJ* 1987, 733 (Aquapharm BV/Vermeulen).

47 Zie HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 m.nt. J.M.M. Macijer (Janssen Pers BV e.a./Janssen en Janssen Pers Beheer BV).

tot statutenwijziging en uitgifte van aandelen worden ingetrokken, dit intrekingsbesluit in de weg staat aan de geldigheid van rechtshandelingen strekkende tot uitvoering van die ingetrokken besluiten, ook indien de beoogde verkrijgers van die aandelen en/of degenen die de vennootschap bij die rechtshandelingen vertegenwoordigen, nog niet van het intrekingsbesluit op de hoogte zijn. Ook op dit arrest kom ik terug in § 2.3.6.

2.3.3 *Vertegenwoordiging (wilsverklaring)*

De meerderheid van de schrijvers onderscheidt naast het uitgiftebesluit een tweede element van de uitgifte van aandelen.⁴⁸ Ik herleid dit tweede element tot de verklaring door de NV van haar op uitgifte gerichte wil. De NV zal bij het afleggen van de uitgifteverklaring vertegenwoordigd dienen te worden. Ook bij uitgifte is het uitgangspunt dat het bestuur vertegenwoordigt, artikel 2:130 lid 1 BW. Het is mogelijk dat een zogenoemde 'procuratiehouder' statutair vertegenwoordigingsbevoegdheid is toegekend, artikel 2:130 lid 4 BW. In geval van een tegenstrijdig belang, zoals bij uitgifte aan een bestuurder, wordt in beginsel vertegenwoordigd door commissarissen, artikel 2:146 BW.

De vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur ter zake van de uitgifte van aandelen kan worden beperkt of voorwaardelijk worden gesteld. Het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit kan naar mijn mening echter niet worden beschouwd als een belemmering van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur. In mijn benadering heeft de NV in dat geval niet haar op uitgifte gerichte wil gevormd, zie § 2.3.6.

2.3.4 *Geen direct externe werking van uitgiftebesluit*

Het uitgiftebesluit heeft geen direct externe werking in die zin dat het uitgiftebesluit tevens een verklaring door de NV is van haar op uitgifte gerichte wil. Het aandeel ontstaat dus niet door een rechtsgeldig uitgiftebesluit alleen.

Eén van de pleitbezorgers van de directe werking van het uitgiftebesluit is Dortmund.⁴⁹ Hij meent dat men bij uitgifte geen onderscheid moet maken tussen het besluit tot uitgifte en de rechtshandeling van uitgifte. De vennootschap behoeft bij een emissie dan ook niet te worden vertegenwoordigd door het bestuur. Ik ga hier in op drie door hem meer of minder expliciet aangevoerde argumenten.

48 Zie: Handboek 1992, nr. 164 I, Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 247, Pitlo/Raaijmakers 2000, § 5 72 en 5 74, Perrick 1996, p. 250; Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 30; Van Solinge en Nieuwe Weme 2000, p. 101. Zie voor meer literatuurverwijzingen Losbl. Rp., art. 206, aant. 4 (Dortmond en Brood-Grapperhaus).

49 Zie: Dortmund 1984, p. 99-101; Dortmund 2000/2, p. 173, Dortmund, in: Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2001, p. 112. Zie voor verwijzingen naar voor- en tegenstanders: Losbl. Rp., art. 206, aant. 4 (Dortmond en Brood-Grapperhaus)

Dortmond zoekt in de eerste plaats steun in de interpretatie van de letterlijke bewoordingen van artikel 2:206 lid 1 BW:

De vennootschap kan slechts ingevolge een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders na de oprichting aandelen uitgeven, voor zover bij de statuten geen ander orgaan is aangewezen. De algemene vergadering kan haar bevoegdheid hiertoe overdragen aan een ander orgaan en kan deze overdracht herroepen.

Met het woord 'hiertoe' in de tweede volzin zou niet bedoeld worden de bevoegdheid om een uitgiftebesluit te nemen, maar de bevoegdheid tot uitgifte zelf. Maeijer vindt dit argument zwak. Hij voert aan dat de genoemde bepaling primair spreekt over het uitgeven van aandelen door de vennootschap *ingevolge* een besluit van de ava. Het woord 'hiertoe' slaat daarom wel terug op dit besluit van de ava en niet op de handeling van uitgifte zelf namens de vennootschap.⁵⁰ Daarbij komt dat de tekst van de NV-bepaling in artikel 2:96 lid 1 BW geen ruimte biedt voor de interpretatie van Dortmund. In dat artikel wordt de mogelijkheid geopend dat een ander vennootschapsorgaan dan de ava bevoegd is een uitgiftebesluit te nemen (tengevolge waarvan de NV aandelen kan uitgeven). Dit pleit tegen Dortmunds benadering van de uitgifte van BV-aandelen. Het is onlogisch om de uitgifte van BV-aandelen fundamenteel anders te benaderen dan de uitgifte van NV-aandelen.

In de tweede plaats beargumenteert Dortmund dat het uitgiftebesluit vergelijkbaar is met het ava-besluit tot benoeming van bestuurders en commissarissen. Het laatstgenoemde besluit heeft, zoals algemeen wordt aangenomen, direct externe werking.⁵¹ Door Maeijer wordt de vergelijking met het besluit tot benoeming of ontslag van een bestuurder verworpen.⁵² De wet maakt in de artikelen 2:132 en 134 BW geen onderscheid tussen het besluit en een externe rechtshandeling. Artikel 2:96 lid 1 BW doet dat wél ten aanzien van de uitgifte van aandelen, door te bepalen dat de NV slechts aandelen kan uitgeven *ingevolge een besluit van de ava*, en niet: *door de ava*.⁵³ Daarbij komt dat het aantal vennootschappelijke besluiten waaraan direct externe werking wordt toegedicht, beperkt is en wellicht beter niet uitgebreid zou kunnen worden. Maeijer wil de toch al moeilijke figuur van besluiten met direct externe werking zoveel mogelijk in reikwijdte beperken.⁵⁴

Dortmond zoekt in de derde plaats steun bij het ontstaan van aandelen door fusie. Volgens hem is het fusiebesluit voldoende voor het ontstaan van aandelen, en is van

50 Maeijer 1985, p. 53-54.

51 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 312. Zie Winters 2002, over de vraag of een bestuursbesluit externe werking kan hebben.

52 Zie Asser/Maeijer 2-III 1994 (eerste druk), nr. 247. In Asser/Maeijer 2-III 2000 (tweede druk) wordt de kwestie korter afgedaan, omdat zij goeddeels achterhaald zou zijn (zie hieronder in deze paragraaf).

53 In deze zin Perrick 1984, p. 505.

54 Maeijer 1985, p. 54.

plaatsing geen sprake. Ik ben van mening dat het fusiebesluit niet de directe werking heeft die Dortmund voor ogen staat. Voor het doen intreden van de rechtsgevolgen van een fusie is de notariële akte van artikel 2:318 lid 1 BW noodzakelijk. Bovendien gaat Dortmunds vergelijking niet op, omdat bij fusie geen sprake is van uitgifte van aandelen, althans niet van een afzonderlijk besluit daartoe.⁵⁵

Van Olffen deelt de visie van Dortmund.⁵⁶ Hij voert als extra argument aan dat, indien bij derden uitstaande aandelen worden ingetrokken, het niet noodzakelijk is dat tussen de vennootschap en de betrokken aandeelhouders een 'intrekkingshandeling' tot stand komt. Ook dit argument overtuigt mij niet. Er is wel degelijk sprake van een intrekkingshandeling tussen NV en aandeelhouders wier aandelen het betreft. Deze aandeelhouders zijn geen derden, maar maken deel uit van de ava en zijn als zodanig betrokken bij de organisatie van de vennootschap. De intrekking behoeft geen externe werking jegens de aandeelhouders van het intrekkingsbesluit. De gebondenheid van de aandeelhouders vloeit voort uit een rechtsgeldig besluit van de meerderheid.⁵⁷ Dit neemt niet weg dat onzekerheid kan bestaan over de vraag of een besluit tot kapitaalvermindering is uitgevoerd. Deze onzekerheid kan worden weggenomen door in de wet te bepalen dat voor intrekking van aandelen nodig is dat daarvan opgave wordt gedaan ten kantore van het handelsregister.

Dertiende Richtlijn – Sinds 1 januari 1993 geldt de wettelijke eis van een notariële akte bij uitgifte van aandelen in een niet-beursgenoteerde NV. Vanaf dat moment kan men het standpunt dat het uitgiftebesluit direct externe werking heeft, alleen nog betrekken op de uitgifte van andere aandelen. De discussie over directe externe werking van het uitgiftebesluit verloor daarmee een deel van haar praktische betekenis. De kwestie kwam echter opnieuw in de belangstelling door (het voorstel van) de Dertiende Richtlijn.⁵⁸

Artikel 9 lid 2 van de Dertiende Richtlijn verbiedt het bestuur van een NV die het doelwit is van een openbaar bod, om zonder voorafgaande specifieke machtiging van de ava enige actie (met uitzondering van het zoeken naar alternatieve biedingen) te ondernemen die het bod zou kunnen dwarsbomen, met name de uitgifte van effecten die voor de bieder een blijvende belemmering kunnen vormen om de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen.

55 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 573. Van Solinge 1994, p. 76, gaat in op heersende mening dat bij fusie geen ingekochte aandelen mogen worden toegekend aan de aandeelhouders van een verdwijnende vennootschap

56 Van Olffen 2000, p. 32-33

57 Statutair kan, maar hoeft niet te worden afgeweken van het beginsel dat een normale meerderheid, zonder een quorum, volstaat om een besluit tot kapitaalvermindering te nemen, artikel 2 120 leden 1 en 2 BW Artikel 2:99 lid 6 BW bepaalt slechts voor het geval dat minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd, dat voor het bedoelde besluit een meerderheid van ten minste tweederde van de uitgebrachte stemmen is vereist.

58 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEG* 2004, L 142/12-23

Het is de vraag of het verbod in de weg staat aan de Nederlandse praktijk van bescherming van (beursgenoteerde) NV's door de verlening van call-opties op preferente beschermingsaandelen aan een van de desbetreffende NV onafhankelijke stichting.⁵⁹ Dit zou het geval zijn indien het bestuur, als vertegenwoordiger van de NV, na de uitoefening van de bedoelde opties nog een constitutieve uitgiftehandeling heeft te verrichten. Van een benodigde extra handeling zou in ieder geval geen sprake zijn indien het uitgiftebesluit direct externe werking heeft. Hierboven verwierp ik de direct externe werking van het uitgiftebesluit. Niettemin ben ik van mening dat (naleving van) het verbod in formele zin niet in de weg staat aan het ontstaan van de bedoelde aandelen bij uitoefening van de bedoelde opties.⁶⁰ Voor de uitgifte van aandelen is namelijk naast een uitgifteovereenkomst geen bijkomende, goederenrechtelijke rechtshandeling vereist, zie § 2.4. Dit is niet anders indien de uitgifteovereenkomst totstandkomt door de uitoefening van een optie op nieuwe aandelen (§ 5.2.2). De uitgifte van preferente beschermingsaandelen vindt daarom plaats door de uitoefening van de call-optie door de bedoelde stichting. Deze uitgifte vereist geen nadere verbintenis- of goederenrechtelijke rechtshandeling van het bestuur namens de NV.⁶¹ Hetzelfde geldt bij de voorwaardelijke uitgifte van beschermingsaandelen (§ 5.2.3). (Beide constructies zijn ook faillissementsbestendig.) Niettemin staat het verbod (ook in strikte zin) in de weg aan de verrichting van de in § 2.5 te bespreken niet-constitutieve uitgiftehandelingen. De praktische en juridische gevolgen daarvan laat ik verder buiten beschouwing.

2.3.5 *Samenval in tijd van uitgiftebesluit en vertegenwoordiging*

Deze paragraaf heeft betrekking op de feitelijke situatie waarin de (tot uitgifte bevoegde) aandeelhouders bijeenzitten in vergadering en ertoe besluiten het aandelenkapitaal van de aanwezigen of één van hen te verhogen. Van Schilfgaarde is van mening dat het uitgiftebesluit en de rechtshandeling van uitgifte twee aparte rechtshandelingen zijn, met dien verstande dat de rechtshandeling van uitgifte kán geschieden door de ava en alsdan samenvalt met het uitgiftebesluit. Van Schilfgaarde meent dat de 'samenval-constructie' ook verdedigbaar is indien een aspirant-aandeelhouder bij het nemen van het uitgiftebesluit niet aanwezig is, maar zijn identiteit wel bekend is.⁶²

Ik ben van mening dat steeds een door het bestuur afgelegde uitgifteverklaring is vereist. Dit is alleen anders indien bij uitgifte een tegenstrijdig belang optreedt, arti-

59 Zie over deze kwestie (met literatuurverwijzingen) Van Solinge en Nieuwe Weme 2000, p. 101

60 Ik laat buiten beschouwing of de beschreven praktijk door de Nederlandse wetgever zou moeten worden verboden vanwege de *strekking* van de richtlijnbeplanning. Vergelijk Van Solinge en Nieuwe Weme 2000, p. 103, Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2000, p. 108.

61 Ik volg daarmee Dortmund 2000/2, p. 172, Dortmund, in Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2001, p. 113, en Dortmund 2000/1, p. 101.

62 Van Schilfgaarde 1985, p. 4.

kel 2:146 BW. De ava is echter nooit vertegenwoordigingsbevoegd en kan dus nooit de uitgifteverklaring afleggen.⁶³

Iets anders is dat het uitgiftebesluit van de ava in de tijd kan samenvallen met de uitgifteverklaring door het bestuur. Deze situatie treedt in drie gevallen op. Ten eerste indien de uitgifteovereenkomst is gesloten op de voorwaarde van het nemen van het uitgiftebesluit. In het tweede geval zijn de tot het nemen van het besluit bevoegde en de vertegenwoordigingsbevoegde één en hetzelfde vennootschapsorgaan. Ten slotte kan de schijn van de gelijktijdige verrichting van de uitvoeringshandeling worden toegerekend aan de daartoe bevoegde(n), bijvoorbeeld omdat de laatstbedoelde(n) én de aspirant-aandeelhouder aanwezig zijn bij het nemen van het uitgiftebesluit.

2.3.6 *Indirect externe werking van uitgiftebesluit (richtlijnstelsel)*

Ontbreken rechtsgeldig uitgiftebesluit – Met de indirect externe werking van het uitgiftebesluit bedoel ik het effect van het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit op de rechtsgeldigheid van de uitgifte van aandelen. Een rechtsgeldig uitgiftebesluit kan ontbreken vanwege het geheel ontbreken van een uitgiftebesluit, de nietigheid van een uitgiftebesluit of de vernietiging van een uitgiftebesluit (waaraan krachtens artikel 3:51 lid 1 BW terugwerkende kracht is verbonden).⁶⁴ Het effect daarvan is dat in beginsel geen uitgifte plaatsvindt of plaats heeft gevonden. In § 2.3.1 noemde ik de uitgifteovereenkomst het enige constitutieve element van de uitgifte van aandelen. Daar stelde ik ook dat een uitgifteovereenkomst zowel een uitgiftebesluit (§ 2.3.2) als een vertegenwoordigingshandeling (§ 2.3.3) vereist. Het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit betekent dat de wil van de NV om uit te geven, niet is gevormd.

Het is de vraag of aspirant-aandeelhouders, de vennootschap en/of derden worden beschermd tegen het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit. Objectiever geformuleerd, is het de vraag of de indirect externe werking aan enige beperking is onderworpen. In deze paragraaf ga ik in op de vraag of een beperking is gelegen in het zogenoemde richtlijnstelsel. In § 2.3.7 ga ik in op beperking van de indirect externe werking door bescherming van aspirant-aandeelhouders en derden.

Richtlijnstelsel – De rechtsliteratuur is verdeeld over de vraag óf, en zo ja hoe, de indirect externe werking wordt beperkt door artikel 2:130 lid 3 BW. De daarin neergelegde systematiek wordt geduid als het richtlijnstelsel, omdat de bedoelde wetsbe-

63 Anders ook Zaman 1999, p. 47. Zaman stelt dat het emissiebesluit het aanbod tot deelneming inhoudt, hetwelk door aanvaarding leidt tot een (obligatoire) plaatsingsovereenkomst

64 Een uitgiftebesluit is onder meer nietig indien het strekt tot uitgifte zonder inachtneming van wettelijke of statutaire voorkeursrechten (§ 4:43), uitgifte boven de grens van het maatschappelijke kapitaal (§ 4.5.1) en uitgifte in strijd met een statutaire uitgifteblokkering (§ 4.6.2)

paling een implementatie is van artikel 9 Eerste Richtlijn.⁶⁵ Krachtens het genoemde artikellid is de bevoegdheid die aan het bestuur of aan een bestuurder toekomt onbeperkt en onvoorwaardelijk, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit. Een wettelijk toegelaten of voorgeschreven beperking van of voorwaarde voor de bevoegdheid tot vertegenwoordiging kan alleen door de vennootschap worden ingeroepen. Het richtlijnstelsel strekt primair tot bescherming van de wederpartij van de vennootschap, *in casu* de aspirant-aandeelhouder. De vennootschap kan immers alleen bepaalde beperkingen van en voorwaarden voor de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur inroepen, voor het overige is zij gebonden aan de vertegenwoordigingshandelingen van het bestuur.

De interpretatie van het richtlijnstelsel is controversieel. Gepken-Jager onderscheidt drie stromingen in de literatuur en past de daarin aangehangen opvattingen toe op de uitgifte van aandelen.⁶⁶ Volgens de aanhangers van de eerste twee stromingen (de ruime en de enge visie) behelst lid 1 van artikel 2:96 BW een (mogelijke) beperking of voorwaarde van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur. De beperking of voorwaarde zou zijn dat het bestuur (niet) is aangewezen als het orgaan dat bevoegd is tot het nemen van het uitgiftebesluit, of dat het uitgiftebesluit (niet) door een ander bevoegd vennootschapsorgaan is genomen. De discussie tussen de eerste twee stromingen spitst zich vervolgens toe op de interpretatie van het richtlijnstelsel. De aanhangers van de derde stroming achten de wettelijke vertegenwoordigingsregeling *niet* relevant bij de uitgifte van aandelen. Ik ga slechts kort in op de bedoelde gedachtegangen en verwijs voor het overige naar de beschouwingen van Gepken-Jager en de door haar aangehaalde literatuur.

Eerste stroming: ruime visie – De eerste stroming staat te boek als de ‘ruime visie’, in die zin dat het bestuur een ruime bevoegdheid heeft om de NV aan een uitgifte van aandelen te binden. Men is van mening dat de indirect externe werking beperkt is indien de NV bij de uitgifte door het bestuur wordt vertegenwoordigd. Dit zou betekenen dat de NV, ondanks het ontbreken van een rechtsgeldig emissiebesluit, veelal toch is gehouden aan de uitvoeringshandelingen. Maeijer, aanhanger van de ruime visie, verdedigt zijn standpunt door een beroep te doen op het zogenoemde ‘primaat van de wettelijke vertegenwoordigingsregeling’. De NV kan volgens Maeijer alleen een beroep doen op een beperking of voorwaardelijkstelling indien het gaat om beperkingen en voorwaarden die dwingendrechtelijk uit de wet voortvloeien, en niet om die welke in de wet zijn opgenomen bij wege van aanvullend recht. Uit de rege-

65 Eerste Richtlijn 68/151/EEG van de Raad van 9 maart 1968 strekkende tot het coördineren van de waarborgen, welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van de tweede alinea van artikel 58 van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *PbEG* 1968, L 65/8-12

66 Zie (met verwijzingen naar de rechtsliteratuur ter zake) Gepken-Jager 2000, nrs 151-153.

ling van artikel 2:96 lid 1 BW zou daarom niet de door de wet bedoelde beperking van de externe vertegenwoordigingsbevoegdheid voortvloeien.⁶⁷

Tweede stroming: enge visie – Tegen de ruime visie keren zich degenen met een zogenoemde ‘enge’ visie. Zij stellen zich op het standpunt dat het bestuur een minder vergaande bevoegdheid heeft om de NV te binden. Men interpreteert dan artikel 2:130 lid 3 eerste zin BW aldus dat ook externe werking toekomt aan beperkingen of voorwaarden van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur die niet door de wet worden voorgeschreven, maar waarin bij wijze van regelend recht is voorzien. Dit zou betekenen dat de NV zich extern kan beroepen op de onbevoegdheid van het bestuur tot uitgifte van aandelen.

Derde stroming: richtlijnstelsel niet toepasselijk – De aanhangers van de derde stroming betogen dat de toepasselijkheid van het in artikel 9 Eerste Richtlijn neergelegde richtlijnstelsel beperkt is tot transacties van het bestuur met een wederpartij op het terrein van de ondernemingsactiviteiten van de vennootschap. Omdat de uitgifte van aandelen betrekking heeft op de vennootschapsstructuur, zou artikel 2:130 BW daarop niet van toepassing (moeten) zijn. De geldigheid van de uitgifte van aandelen zou, bij gebreke van een rechtsgeldig uitgiftebesluit, beoordeeld moeten worden aan de hand van artikel 2:16 lid 2 BW.

Eigen mening: incomplete rechtshandeling van uitgifte – Zoals gezegd, is een eventuele uitgiftehandeling van het bestuur zonder rechtsgeldig uitgiftebesluit geen complete rechtshandeling van uitgifte. Zij is namelijk de verklaring van een op uitgifte gerichte wil van de NV die niet gevormd is. De uitgifte van aandelen is dan in beginsel non-existent.⁶⁸

Naar mijn mening wordt de indirect externe werking van het uitgiftebesluit niet beperkt door het richtlijnstelsel. Aan dat standpunt ligt niet de gedachte ten grondslag, die heerst in de hierboven geduide derde stroming. De bevoegdheidsverdeling valt bij uitgifte van aandelen (besluitvorming en uitvoering) geheel buiten het normatieve kader van artikel 9 Eerste Richtlijn, en daarom ook buiten dat van de wettelijke vertegenwoordigingsregeling.⁶⁹ Het volgen van de in artikel 2:96 lid 1 BW neergelegde regeling is een voorwaarde voor de rechtsbevoegdheid van de vennootschap

67 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 248.

68 Zie ook Losbl Rp, art 206, aant. 4 (Dortmond en Brood-Grapperhaus). Naar de mening van Dortmond en Brood-Grapperhaus is er zonder uitgiftebesluit in het geheel geen bevoegdheid. Zij vinden dat de rechtshandeling niet tot de competentie van het bestuur behoort en dat zij rehtens non-existent is

69 Vergelijk het oordeel van het Hof van Justitie EG dat de bevoegdheidsverdeling bij tegenstrijdig belang buiten het normatieve kader van de Eerste Richtlijn valt. HvJ EG 16 december 1997, zaak C-104/96, *PbEG* 7 februari 1998, C 41, p 7, *TVVS* 1998-1, p 25-26 met commentaar M.R. Mok (Coöperatieve Rabobank ‘Vecht en Plassengebied’ BA/Minderhoud q q.).

om aandelen uit te geven. De naleving van die regeling bewerkstelligt niet de bevoegdheid van het bestuur om de vennootschap daarbij te vertegenwoordigen.⁷⁰ De discussie over het richtlijnstelsel doet daarom hier niet ter zake. Zij is vanzelfsprekend wel relevant indien rechtsgeldig tot uitgifte is besloten, maar de bevoegdheid om de vennootschap bij die uitgifte te vertegenwoordigen aan voorwaarden of beperkingen is onderworpen.⁷¹

Zoals gezegd in § 2.3.2, kan het bestuursbesluit tot uitgifte van aandelen krachtens wet of statuten zijn onderworpen aan de goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan. Uit het in deze paragraaf betoogde volgt dat het ontbreken van die goedkeuring in beginsel in de weg staat aan besluitvorming en daarmee aan interne wilsvorming van de NV. Niettemin bepalen de leden 2 van artikel 2:164 en ontwerp-artikel 2:107a lid 2 BW dat het ontbreken van de in de leden 1 bedoelde goedkeuring de vertegenwoordigingsbevoegdheid van bestuur of bestuurders niet aantast. Daarvan gaat mijns inzien ten onrechte de suggestie uit dat het ontbreken van de vereiste goedkeuring de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur of de bestuurders zou aantasten, indien in de bedoelde wetsbepalingen niet anders zouden bepalen.

Mijn visie op de indirect externe werking van het uitgiftebesluit sluit aan bij het oordeel van de Hoge Raad in het arrest *Janssen Pers*.

‘Indien een op zichzelf rechtsgeldig besluit van de enige aandeelhouder inhoudt dat eerder genomen besluiten tot statutenwijziging en uitgifte van aandelen worden ingetrokken, staat dat intrekkingbesluit in de weg aan de geldigheid van rechtshandelingen strekkende tot uitvoering van die ingetrokken besluiten, ook indien de beoogde verkrijgers van die aandelen en/of degenen die de vennootschap bij die rechtshandelingen vertegenwoordigen, nog niet van het intrekkingbesluit op de hoogte zijn. In het midden kan blijven welke rechtsgevolgen een dergelijke gang van zaken heeft in de verhouding tussen de vennootschap en de beoogde verkrijgers.’⁷²

Raaijmakers stemt in met het oordeel van de Hoge Raad.⁷³ Maeijer signaleert dat men zou kunnen menen dat de benadering van de Hoge Raad minder goed verenigbaar is met de door hem verdedigde en hierboven in deze paragraaf weergegeven ruime visie. Hij twijfelt echter ‘of de HR bij het bepalen van juist de verhouding tussen de beoogde verkrijger en de vennootschap een primaat van de vertegenwoordigingsregeling bij de emis-

70 Zie ook Van Veen 2003, p. 570. Overigens zou ik voor de regeling bij tegenstrijdig belang op het eerste gezicht tot een andere conclusie komen. Artikel 2:146 BW betreft immers juist de bevoegdheid om de NV te vertegenwoordigen (ter zake van rechtshandelingen waarbij een tegenstrijdig belang speelt) en niet de bewerkstelling van de rechtsbevoegdheid van de vennootschap. Op deze kwestie ga ik niet verder in.

71 Dat geldt bijvoorbeeld voor de door artikel 2:94 lid 2 BW vereiste goedkeuring door de a.v.a. De wet spreekt daar immers expliciet van de bevoegdheid tot de verrichting van rechtshandelingen door het bestuur.

72 HR 10 maart 1995, *NJ* 1995, 595 m.nt. J.M.M. Maeijer (Janssen Pers BV e.a./Janssen en Janssen Pers Beheer BV), r.o. 3.3.2.

73 Zie de noot van M.J.G.C. Raaijmakers, *AA* 1995, p. 793.

sie zelf volledig heeft willen laten varen (heeft die ongeldigheid van uitvoerende rechtshandelingen ook externe werking?)'.⁷⁴

Hier past de kanttekening dat de Rechtbank Amsterdam in 1996 afwijkt van de lijn van het arrest *Janssen Pers* door te oordelen dat het ontbreken van een rechtsgeldig besluit tot de verlening van een recht tot het nemen van aandelen in de weg staat aan de bevoegdheid van een bestuurder tot verlening van een optierecht. De afwijking blijkt niet heel duidelijk uit de door de rechtbank gekozen bewoordingen. De rechtbank overweegt echter ook met betrekking tot de vraag of een BV de onbevoegdheid van de bestuurder mag tegenwerpen aan de aspirant-verkrijger van een recht tot het nemen van aandelen, dat het erom gaat of het bevoegde orgaan – de *ava* dan wel degene die in dat orgaan de overwegende beslissingsmacht heeft – door een verklaring of gedraging de schijn heeft gewekt dat een besluit was genomen.⁷⁵ Deze overweging sluit aan bij de vaste jurisprudentie van de Hoge Raad met betrekking tot schijn van de vertegenwoordigingsbevoegdheid, gewekt door het tot beslissing, goedkeuring of vertegenwoordiging bevoegde orgaan.⁷⁶

Zoals blijkt uit de laatste volzin van het citaat uit het arrest *Janssen Pers*, laat de Hoge Raad in het midden welke rechtsgevolgen de belemmering van de uitgifte heeft in de verhouding tussen de vennootschap en de beoogde verkrijgers. Deze overweging is juist en begrijpelijk indien men aanneemt dat het uitgiftebesluit nimmer direct externe werking heeft, en het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit niet wordt 'gerepareerd' door het in artikel 2:130 lid 3 BW neergelegde richtlijnstelsel. De Hoge Raad laat mijns inziens slechts in het midden of het niet uitgeven van aandelen door de vennootschap in kwestie tot aansprakelijkheid moet leiden. Het lijkt voor de hand te liggen dat de bedoelde overweging tot onduidelijkheid leidt, indien men anders denkt over de toepasselijkheid van artikel 2:130 lid 3 BW.

Maeijer suggereert dat de desbetreffende zin doelt op de vraag of de ongeldigheid van de uitvoerende rechtshandeling steeds gevolgen heeft voor de vertegenwoordiging van de vennootschap bij uitgifte.⁷⁷ Winter stelt dat men uit de overweging zou kunnen afleiden dat artikel 2:16 lid 2 BW geen toepassing kan vinden bij de uitvoering van een uitgiftebesluit. Toch lijkt het Winter waarschijnlijker dat de Hoge Raad de situatie waarin een uitgiftebesluit is ingetrokken beschouwt als een apart geval, dat niet zonder meer onder het genoemde artikellid valt.⁷⁸ Huizink volgt ook de visie dat het richtlijnstelsel hier niet toepasselijk is. Hij is echter van mening dat aan een uitgiftebesluit onder omstandigheden direct externe werking toe kan komen. De Hoge Raad spreekt zich daar-

74 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 248; Maeijer 2002, p. 197.

75 Rb. Amsterdam 15 mei 1996, *JOR* 1996/71 m.nt. F.J.P. van den Ingh (Spijkstra/Thomas Rap BV en Th. Rap), r.o. 11 en 12.

76 Zie over de schijn van vertegenwoordigingsbevoegdheid onder meer Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 52.

77 Maeijer 2002, p. 197.

78 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 98.

over niet uit. Voor degenen die de visie van Huizink op de direct externe werking van het uitgiftebesluit onderschrijven, schiet de overweging van de Hoge Raad tekort. Huizink gaat er niet op voorhand van uit dat de Hoge Raad daar anders over denkt.⁷⁹

2.3.7 *Bescherming van aspirant-aandeelhouders en derden tegen ontbreken van rechtsgeldig uitgiftebesluit*

In deze paragraaf bespreek ik enkele gronden die aspirant-aandeelhouders en/of derden bescherming kunnen bieden tegen het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit. Zoals gezegd in § 2.3.6, betekent het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit dat de wil van de NV om uit te geven, niet is gevormd. De rechtshandeling van uitgifte is dan in beginsel non-existent. Naar heersende opvatting is er geen algemeen vermogensrechtelijk onderscheid tussen non-existentie en nietigheid, zijn daar althans geen algemeen vermogensrechtelijke rechtsgevolgen aan verbonden.⁸⁰ Naar mijn idee geldt het onderscheid ook niet bij rechtsongeldige uitgifte, althans voor zover het de bescherming van aspirant-aandeelhouders en derden betreft.

Artikel 2:16 lid 2 BW – Artikel 2:16 lid 2 BW is toepasselijk indien uitgifte ongeldig is vanwege de nietigheid of vernietiging van een uitgiftebesluit. De aspirant-aandeelhouder wordt onder omstandigheden beschermd tegen de schijn van de aanwezigheid van een op uitgifte gericht besluit (en op uitgifte gerichte vennootschappelijke wil). Dat volgt uit artikel 2:16 BW. Indien een besluit een vereiste is voor de geldigheid van een rechtshandeling van de rechtspersoon die tot een wederpartij is gericht, kan de rechterlijke vaststelling van nietigheid of rechterlijke vernietiging van het besluit niet aan de wederpartij worden tegengeworpen, indien deze het gebrek dat aan het besluit kleefde, kende noch behoefde te kennen.

Uit de MvT blijkt de bedoeling van de wetgever: de wetbepaling moet zekerheid verschaffen over de vraag in hoeverre de schijn die een rechtspersoon tegenover een wederpartij op zich heeft geladen door het nemen van een nietig of vernietigd besluit, aan deze rechtspersoon kan worden toegerekend.⁸¹ Deze vraag is van belang voor besluiten met indirect externe werking (en voor besluiten met direct externe werking, maar die laat ik verder buiten beschouwing). De minister merkt op dat voor de meeste besluiten van deze categorie geen probleem bestaat, omdat de wederpartij *in de regel* slechts met de geldigheid van de uitvoeringshandeling heeft te maken – met name met de vraag of de rechtspersoon daarbij rechtsgeldig is vertegenwoordigd – en niet met het daaraan ten grondslag liggende besluit. Vervolgens wordt verwezen naar de artikelen 2:45, 130, 240 en 292, waarin het richtlijnstelsel is neergelegd. Een wederpartij tegen wie het ontbreken

79 Huizink 1995, p. 839.

80 Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 462-463; Van Dam 2001, p. 236-238

81 *Kamerstukken II* 1982/1983, 17 725, nrs. 1-3, p. 62

van een dergelijk besluit kan worden ingeroepen, zal dikwijls niet kunnen beoordelen of een wél genomen besluit nietig of vernietigbaar is, omdat hem de daartoe benodigde gegevens ontbreken. Evenmin zal van hem in de regel kunnen worden verlangd dat hij daarnaar een zelfstandig onderzoek instelt, indien hij geen reden heeft om een gebrek te veronderstellen. In deze gevallen bestaat er volgens de minister derhalve voldoende grond om in overeenstemming met het huidige artikel 3:35 BW de rechtspersoon te belasten met het risico van de rechtsschijn die hij door het nemen van het besluit op zich heeft geladen

Onverschuldigde betaling – Indien een uitgifte door het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit niet rechtsgeldig zou blijken te zijn, is de storting op de desbetreffende aandelen in beginsel een onverschuldigde betaling in de zin van artikel 6:203 BW. Het gestorte vermogen is dan geen kapitaal in vennootschapsrechtelijke zin, maar een schuld met een algemeen vermogensrechtelijk karakter.⁸² Er is dan minder aandelenkapitaal aanwezig dan voorheen of dan men dacht dat er aanwezig was. De schuldeisers van een NV worden dan mogelijk getroffen in hun verhaalsmogelijkheden. Ook andere aandeelhouders dan de aspirant-aandeelhouders kunnen op de aanwezigheid van het bedoelde kapitaal hebben vertrouwd. Een dergelijke situatie is niet denkbeeldig, zeker niet indien de NV en de aspirant-aandeelhouder(s) aanvankelijk ook zelf uitgingen van een rechtsgeldige uitgifte.

Artikel 3:36 BW – De schuldeiser die op de aanwezigheid van het desbetreffende kapitaal heeft vertrouwd, kan onder omstandigheden bescherming ontfangen aan artikel 3:36 BW. Tegen de schuldeiser die als derde op grond van een verklaring of gedraging overeenkomstig de zin die hij daaraan onder de gegeven omstandigheden redelijkerwijze mocht toekennen, het ontstaan, bestaan of tenietgaan van kapitaal deelneming heeft aangenomen en in redelijk vertrouwen op de juistheid van die veronderstelling heeft gehandeld, kan door de NV en de veronderstelde aandeelhouder(s), met betrekking tot de uitgifte geen beroep worden gedaan op de onjuistheid van die veronderstelling.

Mitigatie gevolgen nietigheid of vernietiging – Bij vernietiging gelden de artikelen 3:53 lid 2 (gehele of gedeeltelijke ontzegging werking vernietiging), 54 (wijziging gevolgen vernietigbare rechtshandeling) en 6:230 (opheffing nadeel vernietigbare rechtshandeling) BW. Deze wetsartikelen zijn niet rechtstreeks toepasselijk op nietige rechtshandelingen. Toch valt (volgens Hartkamp) niet uit te sluiten dat de gevolgen van een van rechtswege ingetreden nietigheid worden beperkt door toepassing

82 Vergelijk de noot van M.J.G.C. Raaijmakers onder het arrest *Janssen Pers* (AA 1995, p. 793), waarin hij zich afvraagt of de storting op aandelen die blijken niet te zijn uitgegeven, (in een mogelijk faillissement) boekhoudkundig als aandelenkapitaal of als schuld moet worden behandeld.

van de aan de artikelen 3:53 lid 2 en 54 ten grondslag liggende beginselen.⁸³ Voorts kunnen de artikel 3:41 (partiële nietigheid) en 42 (conversie nietige in geldige rechtshandeling) en 58 (bekrachtiging) BW de gevolgen van de nietigheid mitigeren.⁸⁴ Het rechtspersonenrecht kent in artikel 2:14 lid 2 BW een speciale bepaling inzake bekrachtiging van nietige besluiten.

Enquêterecht – Het enquêterecht biedt de mogelijkheid om onmiddellijke voorzieningen (artikel 2:349a BW) en voorzieningen na gebleken wanbeleid (artikel 2:356 BW) op te leggen. Tot de mogelijke voorzieningen behoort de vernietiging van een besluit van een vennootschapsorgaan. Het is daarom denkbaar dat de OK een uitgiftebesluit vernietigt. Indien de vernietiging (met terugwerkende kracht, artikel 3:53 lid 1 BW) zou betekenen dat de desbetreffende aandelen niet zijn uitgegeven, treft dat niet alleen de houder van die aandelen. Het aanvankelijk geplaatste kapitaal heeft een bepaalde tijd gefungeerd als garantievermogen voor de schuldeisers van de NV.⁸⁵

De OK kan (zo nodig) de gevolgen van de door haar getroffen voorzieningen regelen, artikel 2:357 lid 2 BW. Blijkens de wetsgeschiedenis van de voorloper van deze bepaling, artikel 54b Wetboek van Koophandel (oud), is daarbij gedacht aan de positie van derden te goeder trouw.⁸⁶ De OK heeft beslist over een geval waarin een BV een onzakelijke verbintenis, een beheersvergoeding, was aangegaan. De OK overweegt dat de beheersvergoeding, zoals deze in de jaarrekeningen van de vennootschap tot uitdrukking is gekomen, fiscale en commerciële gevolgen heeft gehad in de verhouding tot derden. De OK is van oordeel dat het belang van de vennootschap dat daarop niet – althans niet op het moment van de beslissing – wordt teruggekomen, zwaarder weegt dan het belang van de verzoeker om daarop betrekking hebbende besluiten te vernietigen.⁸⁷ Ook in andere enquêtejurisprudentie komen de mogelijke externe rechtsgevolgen van voorzieningen en de mitigatie daarvan naar voren.⁸⁸

83 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 489

84 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nrs 490-505. Zie Van Olffen 1998, p. 290, over de gedeeltelijke nietigheid van uitgifte van aandelen op grond van artikel 3:41 BW. Zie ook De Kluiver 1999, p. 83, over het bekrachtigen van uitgifte op grond van artikel 3:58 BW.

85 Het bedrijfseconomische begrip 'garantievermogen' duidt op vermogen dat verhaal biedt aan de schuldeisers van een vennootschap. Men rekent daartoe het kapitaal, de reserves, achtergestelde leningen (§ 1.6) en automatisch in kapitaal te converteren leningen (§ 6.5).

86 *Kamerstukken II* 1967/1968, 9 596, nr. 3, p. 9.

87 OK 21 juni 2001, *JOR* 2001/184 (Wildschut/EMO Groep BV), r.o. 3.8.

88 Zie: HR 1 maart 2002, *JOR* 2002/79 (Zwagerman), r.o. 3.13, en nr. 6 van de noot van F.J.P. van den Ingh, OK 22 maart 2002, *JOR* 2002/82 (VEB e.a./Westfield European Investments Pty Ltd, Stichting RNA, Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA e.a.) r.o. 3.50 en nr. 6 van de noot van F.J.P. van den Ingh.

2.4 Geen bijkomende, goederenrechtelijke uitgiftehandeling

Er wordt wel gesuggereerd dat voor uitgifte van aandelen meer nodig is dan een uitgifteovereenkomst. Van der Grinten onderscheidt in de rechtshandeling van uitgifte twee elementen: 1) een overeenkomst tussen de vennootschap en de verkrijger van het aandeel en 2) de daadwerkelijke uitgifte van het aandeel.⁸⁹ Maeijer meent dat het aandeel pas 'ontstaat' (Maeijer gebruikt de aanhalingstekens) bij plaatsing en dat in de rechtshandeling van plaatsing een toetredings- of deelnemingsovereenkomst c.q. plaatsingsovereenkomst besloten ligt, die door de daadwerkelijke uitgifte wordt uitgevoerd.⁹⁰

Als naast een uitgifteovereenkomst een bijkomende constitutieve uitgiftehandeling nodig is, zal dat logischerwijs een goederenrechtelijke handeling zijn. De suggestie van een goederenrechtelijke handeling wordt versterkt door artikel 2:86 BW, dat aan uitgifte en levering van aandelen op naam in een niet-beursgenoteerde NV dezelfde formele eis stelt (het verlijden van een notariële akte). Bovendien benadrukt men wel dat bij uitgifte geen sprake is van levering.⁹¹ Het laatste is overigens juist. De levering die strekt tot overdracht, leidt tot een derivatieve wijze van verkrijging van bestaande aandelen. Uitgifte is daarentegen een originele wijze van verkrijging van nieuwe aandelen.⁹² Het uitgeven van aandelen is niet hetzelfde als het beschikken over aandelen. Ondanks – of misschien juist: dankzij – de verwerping van de gedachte aan een levering, lijkt het voor de hand te liggen om de *uitgifte* analogisch aan de *overdracht* te benaderen.

De gedachte dat uitgifte ook een goederenrechtelijke rechtshandeling vereist, is naar mijn mening onjuist. Vermogensrechten, bijvoorbeeld obligaties, kunnen ontstaan door het sluiten van een overeenkomst. De overdracht van (en de vestiging, overdracht en afstand van beperkte rechten op) vermogensrechten vereist wel een goederenrechtelijke rechtshandeling. Artikel 3:84 (j° 98) BW schrijft dan immers een levering voor (en de overige bedoelde goederenrechtelijke rechtshandelingen). Ik zie geen reden om aan te nemen dat voor aandelen anders geldt. Aandelen ontstaan door en bij de totstandkoming van de hierboven beschreven uitgifteovereenkomst. In zoverre is dat moment 'goederenrechtelijk relevant'.⁹³ Het vennootschapsrecht wijkt onmiddellijk bij uitgifte af van het algemeen vermogensrecht. De kapitaal deelneming

89 Zie Handboek 1992, nr 164.1.

90 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 247.

91 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 247; Van Schilfgaarde/Winter 2003, nrs 30 en 32. Van Solinge en Nieuwe Weme vergelijken de uitgifte onder opschortende voorwaarde met de levering onder opschortende voorwaarde, zie Van Solinge en Nieuwe Weme 1999, p. 467; dezelfde 2000, p. 102. Zie § 5.2.3 over de uitgifteovereenkomst onder opschortende voorwaarde.

92 Slagter 1997, p. 13, spreekt van een koopovereenkomst. Hij heeft wellicht het oog op de zogenoemde 'overgenomen' uitgifte. Daarbij wordt aan een emissiesyndicaat uitgegeven, waarna dit syndicaat de aandelen overdraagt aan beleggers.

93 Vergelijk Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2000, p. 107.

berust immers niet op de uitgifteovereenkomst maar op Boek 2 BW. Het is echter onjuist om dit vennootschapsrechtelijke fenomeen terug te voeren op de gedachte dat de uitgifte gepaard gaat met een ‘surplus’, in de vorm van een bijkomende, goederenrechtelijke rechtshandeling.

2.5 Niet-constitutieve handelingen bij uitgifte

2.5.1 *Inbreng (actieve vermogensaanwas)*

Inbreng is vermogensaanwas – Artikel 2:80 lid 1 BW lijkt voor te schrijven dat bij iedere uitgifte op aandelen moet worden ingebracht. Aldus geformuleerd, is deze regel te ruim. In twee gevallen ontstaat geen inbrengverbintenis: bij omzetting van eigen vermogen in kapitaal (§ 2.6.2) en bij omzetting van schuld in eigen vermogen (§ 5.4.3). De uitzonderingen zijn in overeenstemming met de ratio van het genoemde wetsartikel. Die ratio is het vereiste van vermogensaanwas: het vennootschappelijke vermogen dient toe te nemen met een waarde die gelijk is aan het in geld uitgedrukte nieuwe kapitaal en het eventueel daarbij overeengekomen agio.

Actieve vermogensaanwas door inbreng – De vermogensaanwas bestaat doorgaans – zoals gezegd, bestaan er twee uitzonderingen – in het ontstaan van een inbrengverbintenis tussen de uitgevende NV en de nemer van aandelen. Het vennootschapsrecht beoogt de betekenis van de inbrengverbintenis te waarborgen door regels te stellen omtrent het bijeenbrengen van het vermogen.⁹⁴ Die waarborg komt onder meer tot uitdrukking in het beginsel dat de inbrengverbintenis onaantastbaar is, zie hieronder in deze paragraaf.

Van inbreng is sprake indien een inbrengverbintenis wordt nagekomen door betaling aan de NV van geld (storting in geld) of goederen (inbreng in natura).⁹⁵ Hieronder in deze paragraaf blijkt overigens dat de inbrengverbintenis ook anders dan door nakoming teniet kan gaan. De bedoelde betaling kan worden verricht door de inbrengplichtige zelf of – op de voet van artikel 6:30 lid 1 BW – door een derde. De inbreng bewerkstelligt de toename van het vermogen van de NV in absolute zin. Men kan spreken van *actieve vermogensaanwas*: inbreng vermeerderd de activa van de NV. Bij de omzetting van een geldschuld van de vennootschap in eigen vermogen kan men spreken van *passieve vermogensaanwas*: omzetting vermindert de passiva van de NV (§ 5.4.3).

⁹⁴ Zie voor de desbetreffende regels Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 91-142.

⁹⁵ Artikel 2:80a lid 1 BW stelt: ‘storting [...] moet in geld geschieden voor zover niet een andere inbreng is overeengekomen’ Artikel 2:80b lid 1 BW spreekt van ‘inbreng anders dan in geld’ Artikel 2:80 lid 1 BW zou, strikt genomen, van ‘inbrengen’ moeten spreken

Van actieve vermogensaanwas is in beginsel ook sprake bij een zogenoemd ‘kasronkje’: daarbij wordt een op aandelen ingebracht bedrag ter beschikking gesteld van de vennootschap, maar onmiddellijk door haar teruggestort – meestal ten titel van geldlening – op de rekening van de inbrenger. De storting is alleen rechtsgeldig indien het vermogen daadwerkelijk onderdeel is gaan uitmaken van het vennootschappelijke vermogen.⁹⁶

Wettelijke en contractuele inbrengverbintenissen – Inbrengverbintenissen ontstaan alleen bij het ontstaan van aandelen door uitgifte of door oprichting van een vennootschap, niet indien aandelen op een andere wijze ontstaan (§ 2.3.1).⁹⁷

De verbintenis tot inbreng van het *nominale bedrag* van aandelen *bij uitgifte* ontstaat bij de NV en de BV uit de wet. Krachtens artikel 2:80/191 lid 1 BW moet bij het nemen van het aandeel ten minste één vierde van het nominale bedrag worden ingebracht. Het andere deel van het nominale bedrag (dus ten hoogste drie vierden) kan later worden ingebracht, wanneer de vennootschap het opvraagt. Het beding dat een deel van het nominale bedrag pas behoeft te worden gestort na opvraging, staat in de weg aan de opeisbaarheid van het resterende deel van de inbrengverbintenis.

De verbintenis tot inbreng van *agio bij uitgifte* ontstaat bij de NV uit de wet en bij de BV uit de uitgifteovereenkomst. Artikel 2:80 lid 1 BW bepaalt – in tegenstelling tot artikel 2:191 lid 1 BW – dat indien het aandeel wordt genomen voor een hoger bedrag dan het nominale bedrag, ook het verschil moet worden gestort.

Bier stelt in haar commentaar op Hof ‘s-Hertogenbosch 7 februari 2002 dat de agiostorting ook bij de NV (alleen) berust op een overeenkomst.⁹⁸ Zij verwijst daarbij naar artikel 2:81 BW. Ik breng daartegen in dat de wet in artikel 2:80 lid 1 BW de storting van agio voorschrijft, indien en zodra deze bedongen is. De wetgever implementeerde met deze bepaling artikel 26, tweede volzin Tweede Richtlijn. Dit overigens in de wetenschap dat de bepaling een betrekkelijke functie heeft in het kader van de kapitaalbescherming, omdat agio in beginsel vrij mag worden uitgekeerd.⁹⁹

Men kan *na uitgifte* het *nominale bedrag* van bestaande aandelen verhogen. Die verhoging behoeft in de eerste plaats instemming van de houders van de desbetreffende aandelen, artikel 2:81/192 BW. In de tweede plaats is een statutenwijziging nodig

96 Zie over de eisen waaraan een kasronkje moet voldoen om als rechtsgeldige storting te kunnen worden aangemerkt Groffen 2003, naar aanleiding van HR 24 maart 2000, *NJ* 2000, 354 m nt. J.M.M. Maeijer (Kassenberg en Conijn/Libosan q q); HR 11 juli 2003, *NJ* 2003, 630 m nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2003/193 m nt. C.J. Groffen (Hermesen q q /De Bont), Schutte-Veenstra 2003, naar aanleiding van beide arresten.

97 Zie Van Solinge 1999, over de eigendomsovergang onder algemene titel bij fusie en splitsing, die niet als inbreng te beschouwen is.

98 *Ondernemingsrecht* 2002-13, p. 418, voetnoot 10

99 Zie ook Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 91.

voor de verhoging van de nominale waarde van (een deel van) de aandelen van een vennootschap, artikel 2:121/231 BW. Voor de verhoging van de nominale waarde van slechts een *deel* van de aandelen van een vennootschap is dus niet per se de instemming nodig van *alle* houders van de aandelen.¹⁰⁰ Evenals de inbreng van de nominale bedrag van aandelen bij uitgifte, is de inbreng van het door de verhoging extra geplaatste kapitaal bij NV en BV verschuldigd op grond van de wet.

Een andere vraag is of *na uitgifte* inbreng van *agio* kan worden overeengekomen en ingebracht.¹⁰¹ Men spreekt dan van een 'informele kapitaalstorting'.¹⁰² De vrijwillige bijdrage door een bestaande aandeelhouder aan het eigen vermogen van de vennootschap is mogelijk. De rubricering van die bijdrage als agio lijkt echter zonder betekenis, althans in de context van artikel 2:80 lid 1 BW.¹⁰³ Eigen vermogen is alleen agio indien het *bij uitgifte* van aandelen met de NV wordt overeengekomen.¹⁰⁴

Niet-constitutief – Indien de minimaal vereiste inbreng een constitutief vereiste zou zijn voor het ontstaan van het aandeel, zou kapitaaldeelname een reëel karakter hebben. Een reëel karakter van kapitaaldeelname zou aansluiten bij het uitgangspunt van de kapitaalrealiteit, waarvan in het stelsel van vermogens- en kapitaalbescherming wordt uitgegaan. Toch staat het niet-inbrengen op aandelen niet in de weg aan uitgifte.¹⁰⁵ De constitutieve storting is niet praktisch en past niet in het wettelijk systeem. Artikel 2:80b lid 2 BW bepaalt dat de inbreng in natura *onverwijld* na het nemen van aandelen dient te geschieden. De constitutieve storting is ook niet in het belang van de schuldeisers van de NV. Het doelwit van hun eventuele verhaal, het eigen vermogen, neemt immers niet toe.¹⁰⁶

100 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr 30, ziet geen bezwaar tegen de verhoging van de in de statuten genoemde nominale waarde van de aandelen, zeker niet als alle aandeelhouders voor de noodzakelijke statutenwijziging stemmen.

101 Volgens het Handboek 1992, nr 167, kan betaling van agio worden overeengekomen bij het nemen van het aandeel, doch ook nadien.

102 Zie bijvoorbeeld Bier 2003, p. 185.

103 Ik ga voorbij aan fiscale en jaarrekeningenrechtelijke aspecten, zie Huizink 1999, p. 178-179.

104 Zie ook Honée 1998, p. 333.

105 Volgens Van der Grinten is het zijn van aandeelhouder niet afhankelijk van het voldoen van de inbrengverplichting. De nemer van het aandeel kan aandeelhouder zijn zonder enige betaling te hebben gedaan. Zie Handboek 1992, nr. 167. Anders Oostwouder 1993, p. 33, die via de artikelen 2:25 en 3:40 lid 2 BW concludeert tot nietigheid van de plaatsingshandeling voor zover bij het nemen van een aandeel helemaal niets wordt gestort.

106 Plate 1974, p. 39, hanteert hetzelfde argument in een andere, inmiddels gedateerde context. Hij schrijft over de rechtsgevolgen van de storting beneden de in 1974 wettelijk voorgeschreven 10%. Plate stelt dat de wetgever terecht geen gebruik heeft gemaakt van de door artikel 11 Eerste Richtlijn geboden mogelijkheid om de nietigheid of vernietigbaarheid van een vennootschap voor te schrijven in het geval het minimale stortingspercentage (nog) niet is voldaan. Hij wijst erop dat een dergelijke regeling aan schuldeisers geen betere perspectieven biedt dan de wettelijke regeling waarbij de vennootschap blijft voortbestaan met daarenboven persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders (nu artikel 2:69 lid 2 aanhef en onder c BW).

Schutte-Veenstra hanteert hetzelfde argument waar zij tegenspreekt dat de niet-naleving van de waarderingsvoorschriften van de artikelen 2:94a en 94b leden 1 en 2 BW in de weg staat aan een rechtsgeldige uitgifte en/of inbreng.¹⁰⁷ De betekenis van de waarderingsvoorschriften is volgens haar dat wanneer aan deze voorschriften wordt voldaan, in beginsel vaststaat dat rechtsgeldig is gestort. Indien de waarderingsvoorschriften niet in acht zijn genomen, zijn de uitgifte en inbreng niet ongeldig geworden. De sanctie is (slechts) dat de aspirant-aandeelhouder de bewijskracht van de deskundigenverklaring ontbeert. Uit de omstandigheden kan mogelijk worden afgeleid dat er voldoende is gestort.¹⁰⁸

Contractuele opschortende voorwaarde – De NV kan de inbreng door de aspirant-aandeelhouder wel vormgeven als een opschortende voorwaarde waaraan haar aanbod tot het aangaan van een uitgifteovereenkomst is onderworpen (§ 5.2.2). De partijen kunnen ook de werking van de verbintenissen uit de uitgifteovereenkomst afhankelijk maken van de inbreng (§ 5.2.3). In algemeen vermogensrechtelijke zin, en mij dunkt ook hier, geldt dat partijen een wettelijke voorwaarde als bedongen voorwaarde in hun overeenkomst kunnen opnemen.¹⁰⁹ Van een voorwaardelijke uitgifteovereenkomst kan sprake zijn indien in een (notariële) uitgifteakte is bepaald dat de aandelen slechts tegen volstorting worden uitgegeven. Een dergelijke bepaling lijkt op artikel 2:82 lid 3 BW, dat volstorting eist van aandelen aan toonder. Die wettelijke voorwaarde geldt echter niet de uitgifte van die aandelen, maar de afgifte van de desbetreffende bewijzen van aandeel aan toonder.

Verjaring – Naar mijn mening verjaren rechtsvorderingen ter zake van uit de wet voortvloeiende inbrengverbintenissen op grond van artikel 3:306 BW door verloop van twintig jaren. Het gedeeltelijk contractuele karakter van de bedoelde inbrengverbintenissen – zie mijn betoog hierboven in deze paragraaf over wettelijke en contractuele inbrengverbintenissen – rechtvaardigt mijns inziens niet de toepasselijkheid van artikel 3:307 lid 1 BW. Alleen een vordering tot inbreng van agio op BV-aandelen vloeit uitsluitend voort uit een overeenkomst. Alleen de desbetreffende rechtsvordering verjaart daarom door verloop van vijf jaren. De termijn van verjaring van de rechtsvordering tot inbreng begint met de aanvang van de dag, volgend op die waarop de onmiddellijke nakoming kan worden gevorderd, artikel 3:313 BW.

De Hoge Raad oordeelde dat een vordering tot volstorting een rechtsvordering is tot nakoming van een verbintenis uit een overeenkomst tot een geven, waarop in beginsel

107 De genoemde artikelen verplichten tot de beschrijving en waardering van hetgeen in natura wordt ingebracht, en tot een accountantsverklaring dat de waarde van hetgeen wordt ingebracht, ten minste het bedrag van de wettelijke stortingsplicht beloopt. Korthedshalve wordt hierna gesproken van waardering(svoorschriften)

108 Zie (deels in andere bewoordingen): Schutte-Veenstra 1995, p. 129-131

109 Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 277.

wel de vijfjarige verjaringstermijn van artikel 3:307 BW van toepassing is. De Hoge Raad acht de vordering tot volstorting van aandelen voor verjaring vatbaar, aangezien geen wettelijke grondslag aanwezig is om af te wijken van de algemene regels die – mede in verband met de rechtszekerheid – voor verjaring gelden.¹¹⁰ In de desbetreffende zaak ging het om de volstorting van aandelen in het kapitaal van een BV. De aandelen waren ontstaan bij de oprichting van de BV. De verplichting tot volstorting vloeide voort uit de oprichtingsakte d.d. 30 december 1976. Destijds gold nog niet de strikte regel van het huidige artikel 2:191 BW, dat bij het nemen van het aandeel daarop het nominale bedrag (direct) moet worden gestort. Ook toen al vloeide echter de verplichting tot storting van het nominale bedrag naar mijn mening voort uit de wet, althans de wetssystematiek. Daarvan getuigde bijvoorbeeld het oude lid 1 van artikel 2:80 BW, dat nagenoeg gelijk was aan het huidige lid 3 van dat artikel. De desbetreffende bepaling luidt dat een aandeelhouder niet kan worden ontheven van de verplichting tot storting. Ik zou menen dat hij deze verplichting ook had – zoals nu het geval is – zonder dat deze hem bij overeenkomst was opgelegd.

Bier meent dat de inbrengverbintenis niet een inbrengverbintenis uit overeenkomst is en dat de onaantastbaarheid van de inbrengverbintenis meebrengt dat wettelijke inbrengverbintenissen niet verjaren.¹¹¹ Bier maakt terecht een uitzondering voor de storting van agio op BV-aandelen, waarvoor wel de verjaringstermijn van artikel 3:307 BW geldt. Die verplichting berust uitsluitend alleen op overeenkomst. Bier stelt echter mijns inziens ten onrechte dat hetzelfde geldt voor de storting van agio op NV-aandelen, zie hierboven in deze paragraaf.

A-G Timmerman neemt in zijn conclusie voor het bedoelde arrest van de Hoge Raad op goede gronden aan dat uit het bijzondere karakter van de inbrengverbintenis niet mag worden afgeleid dat de wetgever gewild heeft dat de inbrengvordering niet kan verjaren.¹¹² Volgens hem kan de wetgever niet geacht worden zonder een duidelijke indicatie in Boek 2 BW van algemene civielrechtelijke bepalingen te hebben willen afwijken. Anders dan ik hierboven in deze paragraaf doe, kwalificeert Timmerman de inbrengverbintenis als een verbintenis uit overeenkomst (die door Boek 2 BW nader wordt ingevuld), omdat zij haar grond vindt in een deelnemingsovereenkomst tussen aandeelhouder en vennootschap.

Bremer en Dijkema zijn van mening dat de vordering (van de curator) tot volstorting van aandelen voortvloeit uit de wet en daarom verjaart na verloop van twintig jaren, behalve voor zover het de agiostorting bij de BV betreft.¹¹³

110 HR 17 oktober 2003, *JOR* 2003/276 m.nt. C.J. Groffen (De Rijk q q /Van Roy), r.o. 3.5.1 en 3.5.2. De Hoge Raad bevestigde het arrest Hof 's-Hertogenbosch 7 februari 2002, *JOR* 2002/109.

111 Bier, *Ondernemingsrecht* 2002-13, p. 418, in haar commentaar op het arrest van het hof. Zie ook haar commentaar op het arrest van de Hoge Raad in *Ondernemingsrecht* 2003-16, p. 622-624.

112 Conclusie L. Timmerman, §§ 4.14-4.19. Zie ook R.H.A. Franken in reactie op Bier, *Ondernemingsrecht* 2003-1, p. 27-28 (met naschrift Bier).

113 Bremer en Dijkema 2003.

Aansprakelijkheid voor inbreng – De verplichting tot volstorting van het aandeel is kwalitatief, hetgeen betekent dat zij is verbonden aan het aandeelhouderschap. Artikel 2:90 lid 1 BW bepaalt dat vorige aandeelhouders hoofdelijk aansprakelijk zijn voor het volstorten van aandelen. Indien agio is bedongen, blijft de verplichting om dat te storten achter bij de nemer van aandelen, en gaat deze niet over op de latere verkrijgers.¹¹⁴

De bestuurders zijn naast de vennootschap hoofdelijk aansprakelijk voor elke tijdens hun bestuur verrichte rechtshandeling waardoor de NV wordt verbonden (onder meer) voordat van het *bij oprichting* geplaatste kapitaal ten minste een vierde van het totale nominale bedrag is gestort, artikel 2:69 lid 2 aanhef en onder c BW. De bestuurders kunnen bovendien persoonlijk aansprakelijk zijn op grond van artikel 2:9 BW, indien zij niet aandringen op inbreng op afzonderlijke aandelen.¹¹⁵ Andere wettelijke bepalingen zien alleen op de naleving van de voorschriften omtrent het minimumkapitaal, artikel 2:69 lid 2 onder b en artikel 74 lid 2 BW. Overigens kan wel aan de deelneming van de oprichters in het kapitaal van een vennootschap na de oprichting de rechtsgeldigheid komen te ontvallen.¹¹⁶ Uiterste consequentie lijkt dat de vennootschap zonder aandeelhouders bestaat. Rechterlijke ontbinding dreigt dan op grond van artikel 2:21 lid 1 onder c BW.¹¹⁷

Beginsel van onaantastbaarheid van inbrengverbintenis – De inbrengverbintenis is onaantastbaar.

Aldus omschreven door Greup: ‘dat geen aandeelhouder zich aan zijn stortingsverplichting kan onttrekken en onder geen voorwaarde de N.V. kwijtschelding ervan kan verleen, zoodat de vennoot noch door een overeenkomst met de oprichters of met het bestuur, noch door een bepaling in de statuten of door een besluit van aandeelhouders, noch ook middellijk b.v. door vervallenverklaring van het lidmaatschap of door verkoop van het aandeel door het bestuur in geval van niet-voldoening aan bedoelde verplichting, ervan ontheven kan worden’.¹¹⁸

De meest expliciete wettelijke neerslag van dit beginsel is artikel 2:80 lid 3 BW.¹¹⁹ Daarin is bepaald dat een aandeelhouder, behoudens kapitaalvermindering, niet geheel of gedeeltelijk kan worden ontheven van de verplichting tot inbreng.¹²⁰ Dit betekent mijns inziens dat bij het tenietgaan van een inbrengverbintenis ten gunste

114 Asser/Maetjer 2-III 2000, nrs. 92-95

115 Asser/Maetjer 2-III 2000, nr. 91.

116 Handboek 1992, nr. 143.

117 Asser/Maetjer 2-III 2000, nr. 71.

118 Greup 1923, p. 61.

119 A-G Timmerman noemt in zijn conclusie voor het hierboven in deze paragraaf genoemde arrest HR 17 oktober 2003, §§ 4.12-4.13, ook de artikelen 2:80 lid 4/191 lid 3; 90/199; 98/207 leden 1; 99/208 BW.

120 Implementatie van artikel 12 Tweede Richtlijn.

van de vennootschap een prestatie moet worden verricht, waarvan de financieel-economische waarde gelijk is aan of groter is dan het in te brengen bedrag. Iedere rechtshandeling om niet of 'om minder' is in strijd met het genoemde beginsel en met artikel 2:80 leden 1 en 3 BW.

De inbrengverbintenis kan naar mijn idee tenietgaan op de wijzen waarin het vermogensrecht voorziet voor het tenietgaan van verbintenissen in het algemeen.¹²¹ Voorwaarde is slechts dat de hierboven bedoelde prestatie wordt verricht. Dit betekent dat de inbrengverbintenis, behalve door nakoming en verrekening (zie hieronder in deze paragraaf), ook teniet kan gaan door afstand om baat.¹²² Niet onmogelijk, maar nodeloos ingewikkeld, lijkt mij de constructie dat een inbrengverplichting om baat wordt overgedragen aan de NV, waarna vermenging volgt.¹²³ Ook mogelijk, en even gekunsteld, is de constructie dat de inbrengvordering om baat wordt overgedragen aan de inbrengplichtige, waarna vermenging volgt.¹²⁴ Kwijtschelding is onmogelijk, omdat zij een afstand om niet is en de stortingsverbintenis dus rechtstreeks aantast.¹²⁵

Verrekeningsverbod – Artikel 2:80 lid 4 BW verbiedt verrekening van de inbrengverplichting door de (voormalig) aandeelhouder. Dit verbod is een uitvloeisel van het beginsel van de onaantastbaarheid van de inbrengverplichting.¹²⁶ Verrekening door de NV of met instemming van de NV is niet in strijd met het genoemde beginsel en wordt dus niet getroffen door het verrekeningsverbod.¹²⁷ Dit betekent dat verrekening uit kracht van een overeenkomst – zoals een converteerbare obligatielening (§ 5.5.2) – is toegestaan.

2.5.2 Aandeelhoudersregister

Indien en voor zover de NV aandelen op naam kent, is het bestuur van de NV verplicht om een aandeelhoudersregister bij te houden, artikel 2:85 BW. De waardering

121 Zie Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 45-46, over de wijzen waarop een verbintenis teniet kan gaan

122 Volgens Plate 1974, p. 41-42, zijn kapitaalsvermindering of liquidatie van de vennootschap de enige mogelijkheden de stortingsplicht te doen verdwijnen, naast voldoening aan de stortingsplicht. Overigens erkent en bespreekt Plate (p. 57-61) ook de mogelijkheid van verrekening.

123 De overdracht op zich bevrijdt de nemer of latere verkrijger van aandelen niet, artikel 2:90 lid 1 BW.

124 Van der Grinten acht de stortingsvordering vatbaar voor overdracht, zie Handboek 1992, nr. 167. Aldus ook Plate 1974, p. 42-43, Losbl. Rp., art. 191, aant. 2 (Dortmond en Brood-Grapperhaus). De overdraagbaarheid van de inbrengvordering wordt door anderen betwist, zie: Peek 1997; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 92; Losbl. Rp., art. 80, aant. 2 (Huizink).

125 Zie ook Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 92.

126 Zie Schutte-Veenstra 1991, p. 31-32, voetnoot 83, dezelfde 1995, p. 128, over de onmogelijkheid van verrekening van de inbrengverplichting bij oprichting van de NV. Anders Buijn 1984, p. 208.

127 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 97, over de strekking van de genoemde bepaling. Ook onder *vigour* van het in dit opzicht onduidelijke artikel 38a Wetboek van Koophandel (oud) was verrekening door de NV en contractuele verrekening van de stortingsplicht mogelijk. Zie HR 19 januari 1940, *NJ* 1940, 264 m.nt. E.M. Meijers (Van Brussel e.a./Star Busmann q.q.), waarover meer in § 5.6.2.

van de bewijskracht van het aandeelhoudersregister en een uittreksel daaruit is aan het oordeel van de rechter overgelaten, artikel 179 lid 2 Rv. Alleen al daaruit is af te leiden dat de aantekening in het aandeelhoudersregister niet-constitutief is voor de uitgifte.

2.5.3 *Verschaffing van aandeelbewijzen aan toonder*

Bij uitgifte van aandelen aan toonder moet de NV de aandeelbewijzen aan toonder verschaffen. Soms wordt – mijns inziens ten onrechte – gesuggereerd dat die verschaffing een voorwaarde is voor het ontstaan van aandelen aan toonder.

Maeijer stelt dat aandeelhouderschap aan toonder niet mogelijk is zonder aandeelbewijs en dat plaatsing van aandelen aan toonder derhalve alleen kan geschieden met gelijktijdige afgifte van aandeelbewijzen.¹²⁸ Volgens Winter maakt de afgifte van aandeelbewijzen aan toonder deel uit van de rechtshandeling ‘uitgifte’.¹²⁹

Het verband tussen het aandeelhouderschap aan toonder en (het bezit van) het toonderbewijs is niet onverbreekelijk. De aandeelhouder verliest zijn aandeelhouderschap niet zonder meer indien zijn aandeelbewijs verloren gaat, zelfs niet als het tenietgaat. De bezitter van het toonderbewijs te kwader trouw (bijvoorbeeld na diefstal) verkrijgt niet het aandeelhouderschap, artikel 3:118 lid 1 BW. Het aandeelhouderschap wordt wel door een ander verkregen door overdracht onder de bescherming van artikel 3:86 lid 1 BW (materiële legitimatie), en door de (contractuele) vervanging van een verloren gegaan toonderstuk.¹³⁰

Indien aandeelhouderschap niet eindigt door het verloren gaan van toonderbewijzen, geldt mijns inziens ook het omgekeerde. Dit betekent dat aandelen aan toonder kunnen worden uitgegeven vóórdat de desbetreffende aandeelbewijzen zijn verstrekt. De aandelen kunnen dan echter niet worden overgedragen. Zo moet men bij een overgenomen uitgifte (zie § 4.2) het, eventueel middellijke, bezit van toonderbewijzen verschaffen aan het betrokken bankensyndicaat. Anders is het syndicaat niet in staat om de aandelen over te dragen aan de beleggers. De aandeelhouder die de desbetreffende aandeelbewijzen niet tonen kan, mist bovendien de bewijsrechtelijke positie die de artikelen 3:109 en 119 lid 1 BW (processuele legitimatie) bieden aan de bezitter en houder van roerende zaken.¹³¹ De NV is op grond van de uitgifteovereenkomst verplicht om toonderbewijzen te verstrekken. De uitgifteovereenkomst kan inhouden dat de uitgifte geschiedt onder de opschortende voorwaarde van verschaffing van de bedoelde toonderstukken (zie § 5.2.3 over de voorwaardelijke uit-

128 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 247

129 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 30. Zie ook Perrick 1996, p. 250.

130 Van Solinge en Prinsen 1999.

131 Anders geldt, indien de nemer van een aandeel bij uitgifte een voorlopig bewijs van aandeelhouderschap ontvangt (recepis) dat op later tijdstip door een definitieve toonderstuk wordt vervangen.

gifteovereenkomst). Aan mijn standpunt doet niet af dat bewijzen van aandeel aan toonder niet aan de aandeelhouders mogen worden afgegeven dan tegen storting van ten minste het volle bedrag van die aandelen, artikel 2:82 lid 3 BW.

2.5.4 Opname in depot Wet giraal effectenverkeer

Opname bij uitgifte – Beursgenoteerde aandelen maken meestal deel uit van een verzameldepot of een girodepot in de zin van de Wet giraal effectenverkeer (het Wge-systeem). Bestaande effecten kunnen *na uitgifte* in het Wge-systeem worden opgenomen. Van groter praktisch belang is de opname van nieuwe effecten in het Wge-systeem *bij uitgifte*.

De artikelen 12 lid 1 en 38 lid 1 Wge regelen de opname van zowel effecten aan toonder als effecten op naam. Effecten aan toonder worden opgenomen door bewaargeving van de toonderstukken. Effecten op naam worden opgenomen door 'levering' van de effecten op naam ter opname in een verzameldepot of het girodepot (hierna: opnamelevering).¹³² De opnamelevering van aandelen op naam houdt in dat zij door de NV op naam worden gesteld van een aangesloten instelling (AI) of het centraal instituut (CI), maar daardoor gaan toebehoren aan de gezamenlijke deelgenoten in de verzameldepots. De Wge derogeeft daarmee aan het algemeen vermogensrecht. Het algemeen vermogensrecht gaat er immers van uit dat een recht op naam luidt op naam van de gerechtigde.

Niet-constitutief – De genoemde opnamehandelingen hebben geen constitutieve betekenis voor de uitgifte van aandelen die zijn bedoeld om bij uitgifte in het Wge-systeem te worden opgenomen. Die uitgifte vindt plaats aan de gezamenlijk deelgenoten in het desbetreffende Wge-depot. Het ligt niet voor de hand aan te nemen dat aan individuele (rechts)personen wordt uitgegeven, en dat de aandelen door de opname in een Wge-depot pas daarna worden ingebracht in een door de bedoelde individuen gevormde gemeenschap.

De toewijzing en uitgifte van Wge-aandelen gaat gepaard met, of wordt gevolgd door de bewaargeving van aandelen aan toonder of de opnamelevering van aandelen op naam.¹³³ Met betrekking tot toonderaandelen geldt hier niet anders dan bij de verschaffing van de stukken aan de individuele houder van aandelen aan toonder (§ 2.5.3): de verschaffing is wel overeengekomen en noodzakelijk voor overdracht en (indirect) legitimatie, doch geen voorwaarde voor het ontstaan van de aandelen. De toewijzing en uitgifte van aandelen op naam wordt gevolgd door een aantekening in

132 Effecten op naam kunnen pas sinds de wijziging van de Wge per 22 november 2000 in het systeem worden gebracht. Wet van 2 november 2000, houdende wijziging van de Wet giraal effectenverkeer, *Stb* 2000, 485. Het wetsvoorstel hanteerde aanvankelijk de term 'overdracht', pas later werd voor 'levering' gekozen. Zie de MvT voor argumenten *Kamerstukken II* 1999/2000, 27 164, nr. 3, p. 4-5.

133 Van Dijk 2001/2, p. 337, spreekt van een samenvat van rechtsmomenten indien uitgifte en giralisering van effecten op hetzelfde moment plaatsvinden.

het aandeelhoudersregister van de NV. Hier geldt hetzelfde als bij de aantekening van individuele aandeelhouders in het register (§ 2.5.2): de aantekening is niet-constitutief voor de uitgifte.

Het voorgaande neemt niet weg dat de werking van de uitgifteovereenkomst wel afhankelijk kan worden gesteld van de voorwaarde dat de opname in het Wge-systeem heeft plaatsgevonden. Dat hoeft niet het geval te zijn bij een overgenomen uitgifte (§ 4.2). Daarbij geeft de NV eerst uit aan een bankensyndicaat, waarna dit syndicaat overdraagt aan de gezamenlijk gerechtigde Wge-deelgenoten.

Karakter en vereisten opnamelevering – De opnamelevering van *bestaande* effecten op naam is een (bijzondere) ‘goederenrechtelijke beschikkingshandeling’.¹³⁴ (Het bijzondere is dat – zoals gezegd – de levering aan een AI of het CI (door tenaamstelling) een overdracht aan de gezamenlijke deelgenoten tot gevolg heeft.) De opnamelevering *bij uitgifte* heeft echter niets te maken met een goederenrechtelijke beschikkingshandeling. Er wordt niet geleverd en overgedragen in de zin van artikel 3:84 lid 1 BW.¹³⁵ Bij de uitgifte van rechten (ook aandelen) wordt niet derivatief, maar originair verkregen. Krachtens (uitgifte)overeenkomst wordt een nieuw vermogensrecht toegekend.

Desondanks zijn volgens de wetgever op de opnamelevering van aandelen op naam de vereisten van toepassing die gelden voor levering in het kader van overdracht. Dit betekent dat opnamelevering geschiedt op de voet van artikel 2:86 of 86c BW.¹³⁶ Voor uitgifte van aandelen op naam die zijn voorbestemd om in het Wge-systeem te worden opgenomen, zijn dus niet alleen de uitgifte- maar ook de leveringsformaliteiten van toepassing.

Voor zowel de levering als de normale uitgifte van aandelen op naam in een niet-beursvennootschap is een notariële akte vereist, artikel 2:86 BW. Voor de uitgifte van die aandelen die gepaard gaat met opnamelevering, geldt dus niet anders. Omdat de NV zelf partij is bij deze rechtshandeling, is geen erkenning of betekening vereist in de zin van artikel 2:86a BW.

Voor de levering van aandelen op naam in een beursvennootschap is een gewone akte vereist, artikel 2:86c lid 1 BW. De normale uitgifte van die aandelen is vormvrij. Voor de uitgifte van aandelen die gepaard gaat met opnamelevering, geldt niettemin de eis van de gewone akte. Volgens Van Dijk wordt aan het aktevereiste voldaan door aantekening in het aandeelhoudersregister van de NV en kan daarin ook de uitgiftehandeling besloten liggen.¹³⁷ Omdat de NV zelf partij is bij deze rechtshandeling, is geen erkenning of betekening vereist in de zin van artikel 2:86c lid 2 BW.

¹³⁴ De wetgever hanteert deze term voor het overbrengen van effecten op naam van een verzameldepot naar het girodepot, *Kamerstukken II* 1999/2000, 27 164, nr. 3, p. 10.

¹³⁵ Zie ook: Van Dijk 2001/2, p. 336; Verdam 2001, p. 361.

¹³⁶ *Kamerstukken II* 1999/2000, 27 164, nr. 3, p. 4.

¹³⁷ Zie Van Dijk 2001/2, p. 337-338.

2.5.5 Inschrijving in handelsregister

De Nederlandse NV moet binnen acht dagen na een besluit van de afdeling tot uitgifte of aanwijzing een volledige tekst daarvan neerleggen, en binnen acht dagen na elke uitgifte van aandelen daarvan met vermelding van aantal en soort opgave doen ten kantore van het handelsregister, artikel 2:96 leden 3 en 4 BW.¹³⁸ De niet naleving van deze voorschriften is een economisch delict, artikel 1 onder 4 WED. Aan de genoemde opgaven komt geen constitutieve werking toe.¹³⁹

2.6 Omzetting van eigen vermogen in kapitaal

2.6.1 Bonusaandelen, stockdividend, superdividend en herkapitalisatie

De omzetting van eigen vermogen in kapitaal is een uitgifte van aandelen die gepaard gaat met een boekhoudkundige verschuiving op de balans van de NV. Er vindt een verschuiving plaats binnen de samenstellende componenten van het saldo dat als het eigen vermogen is gerubriceerd.

Bij de uitgifte van *bonusaandelen* worden reserves van de NV omgezet in nieuw gestort kapitaal. Bij de uitgifte van *stockdividend* is sprake van omzetting van vennootschappelijke winst, zoals die blijkt uit de vastgestelde of goedgekeurde jaarrekening. De aanvankelijk als winst of als reserves verantwoorde posten (de comptabele tegenhangers van de aanwezige reserves) worden voortaan als gestort aandelenkapitaal gerubriceerd.¹⁴⁰ De NV mag haar winst en haar vrije reserves omzetten. Uit jaarrekeningenrechtelijk oogpunt mag zij haar gebonden reserves slechts omzetten voor zover de wet of de statuten dit toestaan. De wet staat de omzetting van de deelnemingsreserve en de herwaarderingsreserve toe, artikelen 2:389 lid 6 en 390 lid 1 BW. Hoewel de wet dat niet bepaalt, lijkt ook geen bezwaar te bestaan tegen de omzetting van de reserve van de BV die is bedoeld in artikel 2:178 lid 3 BW.¹⁴¹

De omzetting van eigen vermogen kan ook leiden tot verhoging van het nominale bedrag van bestaande aandelen. Die figuur is wel gebruikt door NV's die hun eigen vermogen om bedrijfseconomische redenen wilden verkleinen door het terug te betalen aan de aandeelhouders. De meest voor de hand liggende transacties zouden dan uitkering aan aandeelhouders of inkoop van eigen aandelen zijn. Beide zijn (of waren) echter uit fiscaal oogpunt ongunstig. Een alternatief is de uitkering van zoge-

¹³⁸ Artikel 25 lid 1 Tweede Richtlijn noopt tot verplichtstelling van de opgaven.

¹³⁹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 237, leidt uit de wetsgeschiedenis af dat de geldigheid van het besluit tot aanwijzing of tot emissie niet wordt aangetast door het niet-naleven van de inschrijvingsverplichtingen. Aan de overtreding van de genoemde artikelleden is volgens hem geen civielrechtelijke sanctie verbonden. Zie ook G. van Solinge, in: Hymans van den Bergh en Van Solinge 2001, p. 121.

¹⁴⁰ In gedeeltelijk gelijke bewoordingen Beckman 1988, p. 25-26.

¹⁴¹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 145, Beckman 1988, p. 26.

noemd *superdividend*. Daartoe verhoogt men eerst het nominale bedrag van bestaande aandelen door omzetting van eigen vermogen. Vervolgens betaalt men die verhoging van het nominale bedrag van aandelen 'terug' aan de aandeelhouders door een kapitaalvermindering, artikel 2:99 BW. Men kan het kapitaal verminderen met een groter bedrag dan met de omzetting gemoeid is. In dat geval kan men het nominale bedrag van de aandelen op het oude niveau brengen door aandelen samen te voegen. Resultaat daarvan is een vermindering van het aantal geplaatste aandelen.¹⁴²

Het lijkt mij ook mogelijk aandelen uit te geven waarop men kapitaal inbrengt dat eerder is ingebracht boven één vierde van het nominaal bedrag van reeds bestaande aandelen.¹⁴³ Men zou deze omzetting van kapitaal *herkapitalisatie* (of *restocking*) kunnen noemen. Ik zie geen principieel onderscheid met de omzetting van andere categorieën van het eigen vermogen. De houder(s) van de bestaande aandelen moet(en) wel instemmen met een toename van hun (nog op te vragen) inbrengverplichting, artikel 2:81 BW.

2.6.2 Inbrengverbintenis

Artikel 2:80 lid 1 BW eist inbreng bij uitgifte, letterlijk genomen ook bij de omzetting van eigen vermogen in kapitaal. Er is echter geen sprake van betaling van geld of goederen aan de NV. Het vennootschappelijke vermogen (als saldogpost van activa en passiva) blijft echter gelijk. Er vindt alleen een boekhoudkundige handeling plaats (§ 2.6.1).¹⁴⁴ Wat betekent deze constatering? Ontstaat er geen inbrengverbintenis? Ontstaat er wel een inbrengverbintenis, maar gaat deze teniet anders dan door nakoming? Wordt een inbrengverbintenis nagekomen door de vennootschap?

De handboeken geven niet altijd eenduidige antwoorden op deze vragen.¹⁴⁵

Kemperink komt – na analyse van literatuur van de hand van onder meer De Kat, Scheltema, Van der Heyden, Uniken Venema, Van der Grinten en Maeijer – tot de conclusie dat de vennootschap zelf de inbrengverplichting nakomt voor de nemer van de

142 Zie bijvoorbeeld: Docdata persbericht 16 april 2003: *DOCdata N.V. stelt voor om de middelen binnen het eigen vermogen te herschikken teneinde uitkering van dividend en terugbetaling van kapitaal mogelijk te maken*^o; Docdata persbericht 19 mei 2003: *DOCdata N.V. maakt de volgende besluiten door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bekend*^o; Docdata persbericht 18 juli 2003: *DOCdata N.V. maakt het volgende besluit door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bekend*^o; Docdata persbericht 3 november 2003: *DOCdata N.V. maakt bekend dat EUR 0,50 kapitaal per aandeel zal worden terugbetaald op 13 november 2003*^o. Zie voor een ander voorbeeld Timmerman 1998; Baryens, 'Sluiproute aandeleninkoop goed begaanbaar', *FD* 28 mei 1998.

143 Anders Hilarides 2002, p. 174. Met Hilarides ben ik van mening dat terugbetaling van het bedoelde kapitaal niet is toegestaan

144 In de woorden van Beckman 1988, p. 26 het ontbreken van inbreng wordt gecompenseerd door een administratieve overboeking van de geregistreerde reserves. Zie ook Heijnen 2003, p. 230-231.

145 Zie bijvoorbeeld Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 133 (met verwijzingen) en 197, waar wordt gesteld dat op de ontvangers van bonusaandelen en stockdividend geen stortingsplicht komt te rusten en dat de stortingsplicht wordt voldaan door omzetting in kapitaal.

bedoelde aandelen ¹⁴⁶ Kemperink vindt dat het bij storting in de zin van de wet niet gaat om de vraag of het vermogen van de vennootschap toeneemt ¹⁴⁷

Bij uitgifte van stockdividenden zou men ook kunnen denken aan de verrekening van de inbrengverplichting met de aanspraken van aandeelhouders op toegekende winst ¹⁴⁸ Bij uitgifte van bonusaandelen is een soortgelijke redenering dat door een besluit tot opheffing en uitkering van de agioreserve vorderingsrechten van aandeelhouders op de vennootschap ontstaan, die met hun inbrengverplichtingen worden verrekend ¹⁴⁹

De Rechtbank Rotterdam oordeelde dat een bepaling zoals artikel 2 191 lid 1 BW, die inhoudt dat aandelen dienen te worden volgestort, ertoe strekt de realiteit van het geplaatste kapitaal en daarmee van het eigen vermogen in het algemeen van de vennootschap te waarborgen Volgens de rechtbank is deze bepaling daarom wel van toepassing, indien het besluit tot uitgifte van bonusaandelen beoogt het geplaatste kapitaal en daarmee het eigen vermogen van een vennootschap te vergroten met dienovereenkomstige vermeerdering van het actief, maar niet indien het besluit slechts vergroting van het geplaatste kapitaal met dienovereenkomstige verkleining van een reserve beoogt, zodat het eigen vermogen en het actief geen verandering ondergaan ¹⁵⁰

Naar mijn mening is de minst gekunstelde redenering dat er geen wettelijke inbrengverbintenis ontstaat Het in § 2 5 1 besproken vereiste van vermogensaanwas geldt hier niet, omdat omzetting van eigen vermogen in kapitaal neerkomt op herschikking van het eigen vermogen en niet op de uitbreiding daarvan ¹⁵¹

2 6 3 Realiteit om te zetten vermogen

Naar heersende opvatting is voor omzetting van reserves vereist dat zij daadwerkelijk aanwezig zijn, althans dat het eigen vermogen van de vennootschap groter is dan de som van het kapitaal en de gebonden reserves ¹⁵² Dit wordt wel afgeleid uit de toepasselijkheid van artikel 2 105 lid 2 BW ¹⁵³ De omzetting van eigen vermogen zou worden beperkt door de in dat artikellid neergelegde vermogensklem ¹⁵⁴

¹⁴⁶ Kemperink 1993, Kemperink 1998 Kemperink bepleit in de eerstgenoemde publicatie een wettelijk voorschrift dat verplicht tot een deskundigenverklaring dat voor de bedoelde uitgifte voldoende jaarwinst behaald is resp voldoende reserve of agio aanwezig is Zie ook Plate 1974, p 112

¹⁴⁷ Kemperink 1993 p 47 Kemperink 1998, p 57

¹⁴⁸ Heijnen 2003, p 230

¹⁴⁹ Guelen en Banz 1991, p 311

¹⁵⁰ Rb Rotterdam 13 juli 1995 *TVVS* 1995-10, p 283-284 met commentaar L Timmerman

¹⁵¹ Het bedoelde vereiste houdt in dat het vennootschappelijke vermogen (als saldogpost van activa en passiva) dient toe te nemen met een waarde die gelijk is aan het in geld uitgedrukte nieuwe kapitaal en het eventueel daarbij overeengekomen agio

¹⁵² Handboek 1992, nr 333 2

¹⁵³ Men volgt daarmee de wetgever, die onder uitkeringen verstaat 'dividend uitkeringen in aandelen en andere op geld waardeerbare voordelen die aan aandeelhouders als zodanig en aan andere winstgerechtigden worden toegekend' *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr 3, p 48

Naar mijn mening gaat omzetting van eigen vermogen in kapitaal niet gepaard met een uitkering in de zin van artikel 2:105 lid 2 BW.¹⁵⁵ De NV keert geen vermogen uit, zij verschaft bijzondere, achtergestelde aanspraken (aandelen) op haar vermogen. Voor omzetting van reserves is daarom naar mijn mening niet vereist dat zij daadwerkelijk aanwezig zijn. Iets anders is dat om te zetten eigen vermogen daadwerkelijk moet zijn *bijengebracht*, zie de volgende paragraaf. Dit vereiste volgt echter niet uit de vermogensklem van artikel 2:105 lid 2 BW. Die vermogensklem ziet op het *bijhouden* van het vennootschappelijk vermogen.

De omzetting van eigen vermogen in kapitaal beperkt niet de verhaalsmogelijkheden van schuldeisers van een NV, die behouden immers hun voorrang boven aandeelhouders. Het gebonden vermogen van de NV wordt niet aangetast. Voor zover het de omzetting van vrij eigen vermogen betreft, wordt het gebonden vermogen zelfs vergroot.

Omzetting van eigen vermogen vormt geen inbreuk op de gelijkheid van aandeelhouders. Weliswaar geeft de NV om niet aandelen uit, maar daarbij is wel de gebruikelijke bevoegdheidsverdeling toepasselijk (§ 2.3.2). Daarnaast moeten voorkeursrechten in acht worden genomen (§ 4.4).

Een bijkomend argument is dat de uitgifte van bonusaandelen en/of stockdividend niet valt onder het winstuitkeringsverbod van artikel 15 Tweede Richtlijn. Lid 3 van dat artikel bepaalt dat de leden 1 en 2 de voorschriften over omzetting van reserves in kapitaal onverlet laten.¹⁵⁶

2.6.4 Wettelijke waarderingsvoorschriften

Indien bij omzetting van eigen vermogen in kapitaal inderdaad geen inbrengverbintenis ontstaat (§ 2.6.2), zijn de waarderingsvoorschriften van de artikelen 2:94a en 94b leden 1 en 2 BW niet van toepassing. Ik ben bovendien van mening dat de waardering van om te zetten eigen vermogen zinloos is.¹⁵⁷

De omvang van de gerubriceerde reserves en winst wordt op de balans van de vennootschap in geld uitgedrukt (artikel 2:373 lid 1 BW). Deze posten geven een waar-

154 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 145. Lees ik Maeijer goed, dan geldt volgens hem de vermogensklem niet bij omzetting van de in § 2:61 genoemde, wettelijk gebonden reserves, maar geldt ook daarbij dat zij reëel aanwezig zijn. Ik ga voorbij aan jaarrekeningenrechtelijke aspecten van omzetting (en van delging van verliezen op gebonden en vrije reserves), zie daarover Beckman 1988.

155 Zie ook Huizink 1999, p. 180, Timmerman 2004 (met betrekking tot uitgifte van bonusaandelen).

156 Schutte-Veenstra 1991, p. 92.

157 Anders Schutte-Veenstra 1991, p. 93, die de vraag opwerpt naar welke grondslag de activa en passiva van de vennootschap moeten worden gewaardeerd. Zij vindt dat tegenover de in de vorm van gratis aandelen uit te keren winst en/of reserves reële vermogenswaarden moeten staan, wil omzetting in kapitaal geoorloofd zijn. De vennootschapscrediteuren moeten erop kunnen vertrouwen dat tegenover de uitgegeven aandelen een dienovereenkomstig vermogen staat. Pas dan is de realiteit van het kapitaal gewaarborgd, aldus Schutte-Veenstra. In deze zin ook Heijnen 2003, p. 236.

heidsgetrouw beeld van het eigen vermogen, althans voor zover de jaarrekening door een accountant is gecontroleerd overeenkomstig artikel 2:393 BW.

Voor zover een agioreserve is ontstaan door inbreng op aandelen, garanderen de daarbij geldende waarderingsvoorschriften tot op zekere hoogte dat het geboekte kapitaal en agio daadwerkelijk zijn ingebracht. Dit geldt waarschijnlijk niet ten aanzien van de agioreserve van een BV. De heersende opvatting is namelijk dat de wettelijke inbrengverplichting bij de BV niet het bedongen agio omvat, en de accountantsverklaring daarmee geen rekening zou hoeven te houden.¹⁵⁸ Indien men die opvatting volgt, kan men bij de BV niet vooronderstellen dat het op de balans vermelde agio daadwerkelijk is ingebracht. Dit kan worden voorkomen door controle van het geboekte agio.¹⁵⁹

Indien niet daadwerkelijk bijeengebracht eigen vermogen wordt omgezet in kapitaal, zijn drie zienswijzen mogelijk. De eerste is dat het nominale bedrag van de bonusaandelen alsnog moet worden volgestort.¹⁶⁰ De tweede zienswijze is dat het ontbrekende kapitaal niet wordt bijgestort, maar dat additioneel eigen vermogen wordt omgezet, indien dat aanwezig is. De derde zienswijze is dat de uitgifte van de desbetreffende bonusaandelen nietig is voor zover deze plaatsvond beneden de grens van het vermogen dat voor omzetting vatbaar is.¹⁶¹

Een bezwaar tegen mijn zienswijze zou kunnen zijn dat het eigen vermogen in de loop van het boekjaar kan zijn teruggelopen.¹⁶² Daartegen kan echter worden ingebracht dat in dat geval toch al het gevaar bestaat dat schuldeisers van de vennootschap vertrouwen op de aanwezigheid van eerder geboekt en gecontroleerd, maar inmiddels verdwenen eigen vermogen.

158 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 162. Dortmund 1999/1 Anders Honée 1998, die verdedigt dat ook bij de BV bedongen agio in aanmerking moet worden genomen, zowel bij de bankverklaring van artikel 2:203a lid 1 BW als bij de accountantsverklaring van artikel 2:204a lid 2 BW

159 Bier 2003, p. 186-187, verdedigt dat een uitkering of omzetting ten laste van de agioreserve van een BV slechts is toegestaan indien een gecontroleerde jaarrekening is vastgesteld waarin het bedongen agio is opgenomen in de agioreserve of indien de inbreng van bedongen agio is gecontroleerd

160 Zie ook E.M. de Jong 2002

161 Vergelijk Bier 2003, p. 52-55, over de nietigheid van een uitkering in strijd met 2:216 lid 2 BW

162 L. Timmerman noemt dit bezwaar in zijn commentaar op Rb. Rotterdam 13 juli 1995, *TVVS* 1995-10, p. 283-284. Hij vindt overigens niet dat bij omzetting een accountantscontrole plaats zou moeten vinden.

FUNCTIES EN VORMEN VAN CONVERTEERBARE OBLIGATIES

3.1 Inleiding

Er zijn vele soorten converteerbare obligaties denkbaar. In de praktijk komen zij voor onder uiteenlopende benamingen. Dit hoofdstuk wil inzicht verschaffen in de diversiteit van converteerbare obligaties en hun functioneren als financieringsinstrument. Sommige varianten en aspecten worden ontleend aan de Anglo-Amerikaanse praktijk of literatuur. Het doel is niet om alle denkbare en daadwerkelijk voorkomende soorten uitputtend te bespreken. Het onderzoek wordt toegespitst op de belangrijkste soorten en hun onderscheidende karakteristieken.

Na de duiding van de (mogelijk) bij een converteerbare obligatielening betrokken partijen in § 3.2, worden in § 3.3 eerst drie categorieën genoemd: klassieke conversie (convertibles), complexe driehoeksconversie en eenvoudige conversie (reverse exchangeables). De indeling naar deze categorieën berust op de rechtsverhouding tussen obligatiehouders, debitrice en (derde-)conversievennootschap. Iedere soort converteerbare obligaties behoort tot één van deze categorieën. Bovendien komen in de drie genoemde categorieën zowel in aandelen, als in certificaten van aandelen converteerbare obligaties voor.

Voor een goed begrip van het functioneren van converteerbare obligaties worden de belangrijkste bedrijfseconomische begrippen uitgelegd in § 3.4. Van wezenlijk belang voor de juridische duiding van conversie is de in § 3.5 besproken vraag of in bestaande of in nieuwe aandelen wordt geconverteerd. In § 3.6 blijkt dat een conversierecht van obligatiehouder of debitrice vaak afhankelijk is van een tijdsbepaling en/of voorwaarde. De risico/rendement-karakteristiek van converteerbare obligaties hangt in belangrijke mate af van de in § 3.7 behandelde bedongen rente.

De vormgeving van converteerbare obligaties wordt vooral bepaald door de motieven van de debitrice/conversievennootschap en de obligatiehouder. Deze worden in § 3.8 genoemd, toegespitst op convertibles en reverse exchangeables.

Ter afbakening van converteerbare obligaties worden nog drie andere aandeelgerelateerde financieringsinstrumenten besproken: warrantleningen in § 3.9, participaties in § 3.10 en converteerbare aandelen in § 3.11.

Er is een aantal voorschriften met betrekking tot publicatie van gegevens bij en na de uitgifte van converteerbare obligaties. In § 3.12 wordt daarvan een (enuntiatieve) inventarisatie gegeven.

Tot slot wordt in § 3.13 kort ingegaan op de relevantie van de wettelijke strafbepalingen inzake voorwetenschap en publieksmisleiding voor enkele rechtshandelingen die betrekking hebben op converteerbare obligaties.

3.2 Betrokken partijen

Bij converteerbare obligaties zijn, evenals bij zuivere obligaties, obligatiehouders en een debitrice betrokken. Converteerbare obligaties zijn converteerbaar in aandelen in het kapitaal van een conversievennootschap. De conversievennootschap is uit de aard der zaak een kapitaalvennootschap. Zij is meestal een NV met een open karakter, doch kan een BV of een NV met besloten karakter zijn (§ 4.6).¹

Indien de debitrice en de conversievennootschap één en dezelfde rechtspersoon zijn, duid ik die aan als de debitrice/conversievennootschap. Indien de conversievennootschap niet tevens debitrice is, duid ik de eerstgenoemde aan als derde-conversievennootschap.

Ook andere dan de genoemde partijen kunnen betrokken zijn bij de converteerbare obligatielening. Indien conversie mogelijk is in gecertificeerd aandelenkapitaal, is ook een administratiekantoor (AK) betrokken en mogelijk partij (§ 5.9). Indien een converteerbare obligatielening onder trustverband is uitgegeven, is er ook een *trustee* aangewezen (§§ 1.7.3 en 6.9). De betaling van de hoofdsom en de rente kan tot slot worden gegarandeerd door een andere vennootschap dan de debitrice, een *garante*.²

3.3 Categorieën

3.3.1 Klassieke conversie (*convertibles*)

Convertibles – De klassieke conversie vindt plaats in – vaak beursgenoteerde – (certificaten van) aandelen van een debitrice die tevens conversievennootschap is.³ In deze categorie valt het archetype van de converteerbare obligatie, dat meestal *convertible* wordt genoemd.⁴ *Convertibles* zijn gedurende de conversieperiode converteerbaar in – nieuwe (§ 3.5) – (certificaten van) aandelen door de uitoefening van een wilsrecht van de obligatiehouder.

Reverse convertibles – *Reverse convertibles* zijn ‘omgekeerd’ converteerbare obligaties: niet de obligatiehouder maar de debitrice/conversievennootschap kan tot conversie overgaan. Het is niet gebruikelijk dat een NV *reverse convertibles* (of omge-

1 Voor Belgisch recht: Benoît-Moury en Croes 2000, p. 33. Voor Duits recht: Schäfer 2000, p. 74-75. Voor Engels recht: Goulding 2000, p. 87. Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 133. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 217-218. Voor Zweeds recht: Skog 2000, p. 242 e v., welke ook over Deens, Noors en Fins recht op p. 263-264. Voor Spaans recht: Espinosa 2000, p. 301-302.

2 Bijvoorbeeld vw. 7.1 AMEV 1998/2005^o.

3 De convertible kan converteerbaar zijn in pakketten van twee of meer verschillende effecten van de conversievennootschap. Op die mogelijkheid wijst Wit 1996, p. 8.

4 In mijn terminologie is ‘converteerbare obligatie’ niet synoniem met ‘convertible’, zoals het Van Dale Groot woordenboek der Nederlandse taal stelt

keerd converteerbare obligaties op nieuwe aandelen van een groepsmaatschappij) uitgeeft.⁵ De reden daarvoor is kennelijk dat zij daarmee de indruk wekt een koersdaling van haar eigen (certificaten van) aandelen (of die van de groepsmaatschappij) te verwachten.⁶ Die boodschap heeft in het algemeen een ongunstige invloed op de beurskoers van die aandelen.

3.3.2 Eenvoudige conversie (reverse exchangeables)

Exchangeables – De eenvoudige conversie van *exchangeables* vindt plaats in bestaande aandelen. Meestal gaat het om driehoeksconversie in bestaande aandelen van een derde-conversievennootschap. Die derde-vennootschap is, anders dan bij complexe driehoeksconversie (§ 3.3.3), geen partij bij de converteerbare obligatielening. Bij conversie zullen de (certificaten van) aandelen door de debitrice aan de obligatiehouder worden overgedragen. Indien debitrice en conversievennootschap tot dezelfde groep behoren, is het denkbaar dat de derde-conversievennootschap de (certificaten van) aandelen uitgeeft aan de debitrice, waarna de laatstgenoemde ze overdraagt aan de obligatiehouder. *Exchangeables* worden in Nederland op relatief beperkte schaal uitgegeven.⁷ In andere Europese landen vinden meer emissies plaats.⁸

Reverse exchangeables – Een veel vaker voorkomende variant is de *reverse exchangeable*, een beursgenoteerde obligatie met een looptijd van twee jaar die kan worden geconverteerd door de debitrice, een financiële instelling, in bestaande (certificaten van) aandelen van een beursgenoteerde derde-conversievennootschap.⁹ De uitgifte van beursgenoteerde *reverse exchangeables* nam in de jaren 1998-2001 een hoge vlucht, maar verminderde in 2002.¹⁰

5 Er worden wel *reverse exchangeables* (§ 3.3.2) op bestaande aandelen van een groepsmaatschappij uitgegeven. Voorbeelden zijn de *reverse exchangeables* ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2002/2004 en de *reverse exchangeables* ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2003/2005. Zie over de laatstgenoemde obligaties: Bartjens, 'Bange mensen', *FD* 27 mei 2003.

6 Rank 2002, p. 36.

7 Bijvoorbeeld Effectengids 2001/2002, fondsen Q14 en Q71. Zie ook *FD* 10 juni 1998, 'ABN Amro komt met lening op Koninklijke Olie', waarin wordt gesteld dat de *exchangeable* in Nederland niet eerder werd uitgegeven.

8 Een voorbeeld is France Telecom, dat twee keer *exchangeables* uitgaf om van haar aandelen STMicroelectronics af te komen. *FD* 11 december 2001, 'FranceTelecom vermindert schuldenlast', *FD* 30 juli 2002, 'France Telecom geeft een converteerbare obligatie uit'. Een ander voorbeeld is het Franse conglomeraat Suez, dat zijn belang in Fortis afbouwde, onder meer door de uitgifte van verplicht te converteren *exchangeables*. Suez persbericht 24 april 2003: *SUEZ sells its Fortis stake*, J P Rathbone, 'Suez stapt uit Fortis', *NRC Handelsblad* 25 april 2003. Nog een ander voorbeeld zijn de *exchangeables* Kreditanstalt für Wiederaufbau 2003/2008 op aandelen Deutsche Telekom, zie ook Kreditanstalt für Wiederaufbau persbericht 7 juli 2003 *KfW launches 5-Year bonds exchangeable into Deutsche Telekom AG*.

9 Voor *reverse exchangeables* op twee verschillende derde-conversievennootschappen: Effectengids 2001/2002, fondsen Q47.

10 H. Bakkeren, 'Risicovolle obligaties', *FD* 1 februari 2003.

Voor reverse exchangeables wordt soms een raamprospectus opgesteld, waarna men voor iedere afzonderlijke obligatielening met een aanvullend prospectus kan volstaan.¹¹ Sommige financiële instellingen die vaker reverse exchangeables uitgeven, onderhouden een website waarop reverse exchangeables worden aangeboden en het beleggend publiek wordt voorgelicht.¹²

3.3.3 Complexe driehoeksconversie

Bij complexe driehoeksconversie worden obligaties geconverteerd in nieuwe aandelen in het kapitaal van een andere rechtspersoon dan de debitrice: de derde-conversievennootschap.¹³ De derde-conversievennootschap is partij bij de converteerbare obligatielening. De in § 3.3.2 besproken *eenvoudige* driehoeksconversie vindt plaats in bestaande (certificaten van) aandelen van een derde-conversievennootschap die géén partij is bij de converteerbare obligatielening.

Er wordt in dit onderzoek van uitgegaan dat de obligatiehouder een rechtstreekse conversieaanspraak op de derde-conversievennootschap kan doen gelden. Een alternatief is dat de debitrice zich jegens de obligatiehouder verbindt tot verschaffing van de conversieaandelen in de derde-conversievennootschap, en dat die verbintenis wordt gesteund door een garantie van de derde-conversievennootschap aan de obligatiehouders of door een tussen die debitrice en derde-conversievennootschap onderling aangegane uitgifteverbintenis.¹⁴ Bij die alternatieven is de derde-conversievennootschap wel partij bij de converteerbare obligatielening, maar leidt conversie niet tot rechtstreekse uitgifte van aandelen aan de obligatiehouder. Omdat bestaande aandelen worden verschaft aan de obligatiehouder, vertonen de bedoelde figuren meer overeenkomsten met de eenvoudige driehoeksconversie dan met de complexe driehoeksconversie.

De in deze paragraaf bedoelde obligaties worden minder vaak uitgegeven dan convertibles en reverse exchangeables. Zij worden wel uitgegeven door een financie-

11 Bijvoorbeeld: het raamprospectus van 3 januari 2003 (met supplement van 28 februari 2003) ter zake van het ABN AMRO Bank NV LaunchPAD Programme en het aanvullend prospectus van 8 januari 2003 ter zake van ABN AMRO Bank op ING Groep 2003/2005, het raamprospectus van 9 augustus 2002^o ter zake van het ING Bank Reverse Convertible Note Programme en het aanvullend prospectus 6 september 2002 ter zake van ING op Dutch Financials, het raamprospectus 19 augustus 2002 ter zake van Rabo Securities NV Structured Medium Term Note Programme^o en het aanvullend prospectus van 23 september 2002^o ter zake van Rabo op mandje Dutch BlueChips 2002/2008

12 Bijvoorbeeld: www.abnamro.nl, www.warrants.commerzbank.com; www.reverseconvertibles.fortisbank.com, www.ingderivatives.com; www.warrants.rabobank.com

13 In Italië spreekt men van *procedimento indiretto* indien debitrice en conversievennootschap niet dezelfde rechtspersoon zijn, ongeacht of in nieuwe dan wel bestaande aandelen kan worden geconverteerd. Zie Campobasso 2000, p. 148-151. Zie over complexe driehoeksconversie naar Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 190-192. Naar Portugees recht: Antunes 2000, p. 238-241. Complexe driehoeksconversie is niet mogelijk naar Zweeds recht. Skog 2000, p. 250, voetnoot 30.

14 Zie ook. Karollus (*Aktiengesetz IV* 1994), § 221, aant. 34, Köndgen en Daeniker 2000, p. 273.

rings-/dochtermaatschappij (niet noodzakelijk een kapitaalvennootschap) van een beursgenoteerde moedervernootschap in wier (certificaten van) aandelen dan geconverteerd kan worden.¹⁵ Het is gebruikelijk dat de betaling van de hoofdsom en de rente door de moedervernootschap wordt gegarandeerd.¹⁶ De inlenende dochtermaatschappij profiteert dan van de kredietwaardigheid van de moedervernootschap. Het bereiken van buitenlandse kapitaalmarkten kan een reden zijn om een buitenlandse dochtermaatschappij als debitrice te laten optreden.¹⁷ De fiscale motieven die daaraan eventueel ten grondslag liggen, blijven buiten beschouwing.

Enigszins atypisch is de driehoeksconstructie die het resultaat is van een overname van de debitrice/conversievennootschap. De (certificaten van) aandelen plegen dan te worden vervangen door de aandelen van de overnemer (§ 7.4).

Een voorbeeld zijn de achtergestelde obligaties AMEV 1998/2005[○], complex converteerbaar in Fortis-aandelen (verbonden aandelen Fortis SA/NV en Fortis NV) 1998/2005. In § 7.4 bespreek ik de gebeurtenissen rondom deze obligaties. Ik noem ze hier kort. De oorspronkelijk debitrice/conversievennootschap ASR Verzekeringsgroep NV werd overgenomen door Fortis (NL) NV, die de nieuwe conversievennootschap werd. De debitrice verdween door een juridische fusie met groepsmatschappij AMEV Nederland NV, wier naam werd gewijzigd in AMEV Stad Rotterdam Verzekeringsgroep (ASR) NV. Als gevolg van een latere herstructurering van het Fortis-concern verdween Fortis (NL) en werden de obligaties voortaan converteerbaar in Fortis-aandelen.

Een ander voorbeeld zijn de achtergestelde obligaties Corus Nederland BV, complex converteerbaar in aandelen Corus Group plc 1997/2007[○]. In § 7.4 beschrijf ik de fusie tussen Koninklijke Hoogovens NV en British Steel plc. Het gevolg daarvan was dat Koninklijke Hoogovens NV als conversievennootschap werd vervangen door Corus Group plc. De debitrice werd omgezet in Corus Nederland BV.

3.3.4 *Conversie in certificaten van aandelen*

In de drie genoemde categorieën (§§ 3.3.1-3.3.3) komen zowel in aandelen, als in certificaten van aandelen converteerbare obligaties voor.

Voorbeelden van in aandelen converteerbare convertibles: AND 1998/2003[○]; ASML 1998/2005[○]; ASML 2001/2006[○]; BAM 1997/2004[○]; Deutsche Telekom 2003/2006; Draka 2002/2007; Econosto 1996/2003[○]; Fortis (NL) 1999/2004[○]; Frans Maas 1991/1996/1999[○]; Getronics 1999/2004[○]; Getronics 2000/2005[○]; KPN 2000/2005[○]; Stork 1998/2005[○]; Versatel 2000/2005[○]; VNU 1999/2004[○]; VNU 2001/2006[○].

15 In dit onderzoek gebruikte voorbeelden zijn: Frans Maas 1991/1996/1999[○], Numico 1995/2002[○].

16 Vw. 8 Frans Maas 1991/1996/1999[○], vw. 8 Numico 1995/2002[○]. Vergelijk over de Franse *émissions croisées*: Guyon 2000, p. 117. Zie ook Köndgen en Daeniker 2000, p. 271.

17 Dit motief geldt blijkbaar sinds het einde van de zestiger jaren voor Duitse 'Drittemissionen', Karollus (*Aktiengesetz IV* 1994), § 221, aant. 33.

Voorbeeld van complex in aandelen converteerbare obligaties: Corus 1997/2007[○].

Voorbeelden van (reverse) exchangeables op aandelen: ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2002/2004; ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2003/2005; ABN AMRO Bank op KNPM 2002/2004; ABN AMRO Bank op Koninklijke Ahold 2003/2005, Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004[○], Fortis op ABN AMRO 2002/2004[○], Kreditanstalt für Wiederaufbau 2003/2008; Rabo op ABN AMRO 2002/2008[○]; Rabo op Fortis 2002/2004[○]; Rabo op Koninklijke Ahold 2002/2008[○]; Rabo op KPNQwest 2001/2003[○]; Rabo op Robeco 2003/2004[○].

Voorbeelden van in certificaten converteerbare convertibles: Ballast Nedam 1997/2002[○]; CSM 1999/2004; Fortis AMEV 1998/2003[○]; Fugro 2000/2005[○]; Numico 1999/2004[○]; Numico 2000/2005[○]; Wegener 2000/2005[○]; Wolters Kluwer 2001/2006[○].

Voorbeelden van complex in certificaten converteerbare obligaties: Frans Maas 1991/1996/1999[○]; Numico 1995/2002[○].

Voorbeelden van reverse exchangeables op certificaten: ABN AMRO Bank op ING Groep 2003/2005; Rabo op ING Groep 2002/2004[○].

Atypisch zijn de convertibles AMEV 1998/2005[○], complex converteerbaar in Fortis-aandelen (zie Fortis Informatiememorandum[○] over de verbonden aandelen Fortis SA/NV en Fortis NV). Atypisch zijn ook twee voorbeelden van reverse exchangeables op een mandje van aandelen en certificaten: ABN AMRO Bank op mandje Dutch Blue Chips 2002/2004; Rabo op mandje Dutch BlueChips 2002/2008[○].

De conversie in *nieuwe* certificaten van *nieuwe* aandelen is het meest complex. Die gaat gepaard met uitgifte van certificaten en uitgifte van aandelen. De conversie in *bestaande* certificaten van *bestaande* aandelen is eenvoudiger en kan, mutatis mutandis, op dezelfde wijze worden benaderd als de eenvoudige conversie in bestaande aandelen. De conversie in *nieuwe* certificaten van *bestaande* aandelen is denkbaar, bijvoorbeeld indien een NV haar certificaten geleidelijk op de kapitaalmarkt wil brengen. Toch blijft die academische figuur verder buiten beschouwing.

Boek 2 BW kent een aantal organisatierechtelijke rechten toe aan de houders van zogenoemde 'bewilligde' certificaten. Daarmee wordt bedoeld op certificaten die met medewerking van de NV zijn of worden uitgegeven. De algemene vraag wanneer van de bedoelde medewerking sprake is, wordt hier niet besproken.¹⁸ Van medewerking is in ieder geval sprake indien een NV als debitrice/conversievennootschap of als derde-conversievennootschap partij is bij een obligatielening die converteerbaar is in nieuwe certificaten van haar aandelen. Een NV die niet heeft meegewerkt aan een eerdere certificering van haar aandelen, doet dat alsnog in het theoretische geval dat zij nadien partij is bij een obligatielening die converteerbaar is in de bedoelde bestaande certificaten.¹⁹ Ook deze academische gang van zaken blijft verder buiten beschouwing.

18 Daarover Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 409; Van den Ingh 2003.

19 Volgens Maeijer t.a.p., met het gevolg dat vanaf dat moment, dus zonder terugwerkende kracht, de rechten van de certificaathouders ingevolge de wet ontstaan.

3.4 Bedrijfseconomische begrippen

In deze paragraaf worden enkele bedrijfseconomische begrippen kort uiteengezet.²⁰

Conversieprijs – De conversieprijs (of conversiekoers) is de in geld uitgedrukte nominale kostprijs van een aandeel dat de obligatiehouder verkrijgt bij de conversie. Hij staat, behoudens aanpassing (§ 6.6), vast voor de gehele looptijd van de converteerbare obligatielening. Het niveau waarop de conversieprijs wordt vastgesteld, is doorgaans afhankelijk van de hoogte van de beurskoers van de onderliggende aandelen bij of kort vóór de uitgifte van de converteerbare obligaties.²¹ De conversieprijs hangt mede af van de vraag of bij conversie bij- of terugbetaald dient te worden.²²

Conversieverhouding – Indien men de conversieprijs, de nominale waarde van de converteerbare obligatie(s) en de eventuele bij- of terugbetaling kent, kan men de conversieverhouding (ook ‘conversieratio’ of ‘conversieaantal’) berekenen. De conversieverhouding drukt de verhouding uit tussen het aantal te converteren obligaties en het aantal door conversie te verkrijgen aandelen. Wanneer men de conversieverhouding kent, weet men het aantal aandelen dat kan worden verkregen door conversie van één obligatie. Behoudens aanpassing van de conversieprijs, wijzigt de conversieverhouding niet tijdens de looptijd van de converteerbare obligatielening.

$$\text{conversieverhouding} = \frac{\text{nominale waarde obligatie(s)} (+/- \text{bij-/terugbetaling})}{\text{conversieprijs}}$$

Conversiewaarde – De conversiewaarde is de waarde die de obligatiehouder op een bepaald moment kan ontvangen, zou hij op dat moment tot conversie overgaan. Om de conversiewaarde te berekenen, vermenigvuldigt men de conversieverhouding met de koers van het onderliggende aandeel, waarna men van de uitkomst de eventuele bijbetaling aftrekt (of waarbij men de eventuele terugbetaling optelt). De conversie-

20 Zie ook. Calamos 1998, p. 25-29; Heeremans, Maas en Liem 2000, p. 9-21, R. Jansen 2000, Peelen 2002; Eswar 2000, p. 5-9; Coxe 2000, p. 56-58.

21 De conversieprijs van de door France Telecom uitgegeven exchangeables Orange werd bij uitgifte in februari 2001 gekoppeld aan de introductieprijs van de gelijktijdig publiekelijk geplaatste conversieaandelen Orange. De exchangeables zouden converteerbaar zijn indien de beurskoers van de conversieaandelen in een bandbreedte zou verkeren van 22 tot 27% boven hun introductieprijs. Na sluiting van de inschrijving op de exchangeables werd de introductieprijs van de aandelen nog verlaagd. Dat was gunstig voor degenen die zich op de exchangeables hadden ingeschreven hoe lager de introductieprijs, des te eerder zou geconverteerd kunnen worden. Zie B. Zevenbergen, ‘Convertible wint bij problemen Orange’, *FD* 8 februari 2001.

22 Zie Bogaert 1961, voor een bedrijfseconomisch onderzoek naar (de motieven van de uitgevende vennootschap bij) het al dan niet vaststellen van een bij- of terugbetaling.

waarde moet overigens worden onderscheiden van de waarde van een conversierecht (§ 3.8.3).

$$\text{conversiewaarde} = \text{conversieverhouding} \times (\text{koers onderliggend aandeel} -/+ \text{bij-/terugbetaling})$$

Conversiepremie – Men verkrijgt de conversiepremie door het verschil tussen de marktwaarde van de converteerbare obligaties en de conversiewaarde uit te drukken in een percentage van de conversiewaarde. De premie is dus een momentopname.

De conversieprijs van convertibles is bij uitgifte beduidend hoger dan de marktwaarde van de conversieaandelen.²³ De conversiepremie kan dan worden beschouwd als de procentuele koersstijging die het conversieaandeel moet doormaken voordat de belegger zijn obligaties met winst kan converteren (gesteld dat de belegger zijn obligaties tegen nominale waarde verkrijgt).

De conversieprijs van reverse exchangeables is bij uitgifte lager dan de marktwaarde van de conversieaandelen. De conversiepremie kan dan worden beschouwd als de procentuele daling van het conversieaandeel die nodig is om de debitrice tot conversie te bewegen.

Conversie-equivalent – Zoals hierboven duidelijk is geworden, is de conversieprijs gerelateerd aan de nominale waarde van de converteerbare obligaties. Zodra de koers van een obligatie niet meer overeenkomt met haar nominale waarde, is de (beurs)koers van de converteerbare obligatie relevanter voor de bepaling van de kostprijs van de uit de conversie te verkrijgen aandelen. Deze effectieve kostprijs van conversieaandelen wordt tot uitdrukking gebracht in het conversie-equivalent. Indien de obligaties a pari worden uitgegeven, zijn de conversieprijs en het conversie-equivalent bij uitgifte gelijk. De obligatiehouder zal in beginsel niet (vrijwillig) tot conversie overgaan zolang de effectieve kostprijs van een aandeel uit conversie hoger is dan of gelijk is aan de marktwaarde van het desbetreffende aandeel.²⁴

$$\text{conversie-equivalent} = \frac{\text{obligatiekoers}}{\text{conversieratio}}$$

Conversie-(dis)agio – Het conversie-(dis)agio is het verschil tussen de marktwaarde van de converteerbare obligatie en de conversiewaarde.

23 Bij in Europa uitgegeven convertibles ligt de conversiepremie doorgaans 20 tot 25% boven de koers van het onderliggende aandeel, in Azië en Japan vaak 5 tot 15%. Zie Heeremans, Maas en Liem 2000, p. 11. Een uitschieter is de conversiepremie van ruim 35% van de convertibles Wolters Kluwer 2001/2006^o, zie FD 8 november 2001, 'Wolters Kluwer vestigt jaarrecord conversiepremie'.

24 In § 3.8.2 worden enkele opmerkingen gemaakt over de bevordering van de conversie door de debitrice/conversievennootschap.

Fracties van conversieaandelen – Het te verschaffen aantal conversieaandelen verkrijgt men door de nominale waarde van de te converteerbare obligaties te delen door de conversieprijs. Daarbij kunnen fracties resteren.²⁵ Deze fracties worden meestal niet toegekend aan de obligatiehouder in de vorm van onderaandelen, of (rechten op) aandelen (of delen daarvan).²⁶ De debitrice/conversievennootschap betaalt een geldsom. De hoogte van die geldsom is een fractioneel deel van de marktwaarde van het conversieaandeel op de conversiedatum of van de gemiddelde marktwaarde over een aantal dagen dichtbij de conversiedatum.²⁷

3.5 Bestaande of nieuwe conversieaandelen

Zoals uit de in § 3.3 beschreven varianten al blijkt, is conversie mogelijk in zowel bestaande als nieuwe (certificaten van) aandelen.

Bestaande conversieaandelen – Bestaande aandelen worden verschaft door overdracht van de aandelen of een Wge-recht (meestal bij beursgenoteerde conversieaandelen). Bij verschaffing van eigen aandelen zal de conversievennootschap deze eerst moeten inkopen, althans voor zover zij dat niet al heeft gedaan. Daarbij moet de 10%-grens van artikel 2:98 lid 2 sub b BW in acht worden genomen. Dit behoeft geen bezwaar te zijn, omdat de conversie en de benodigde inkoop gefaseerd zullen verlopen. Men kan inkoopperiodes ook omzeilen indien men de conversieaandelen door een derde, bijvoorbeeld de huisbankier van de conversievennootschap, laat inkopen en overdragen. Een verbintenis kan immers in beginsel door een ander dan de schuldenaar worden nagekomen, artikel 6:30 lid 1 BW. Het is mogelijk om de voor conversie benodigde aandelen reeds bij uitgifte van converteerbare obligaties aan een derde uit te geven of door hem te laten inkopen.²⁸

Nieuwe conversieaandelen – Indien conversie plaatsvindt in nieuwe aandelen, is sprake van uitgifte aan de oorspronkelijke obligatiehouder. De NV mag immers niet eerst eigen aandelen nemen om deze daarna aan de obligatiehouders over te dragen, artikel 2:95 lid 1 BW. Uit mijn analyse van uitgifte van aandelen in § 2.3 vloeit het volgende voort. Aan de conversie in nieuwe aandelen dient besluitvorming vooraf te gaan. Ik ga ervan uit dat deze besluitvorming bij de uitgifte van de obligatielening plaatsvindt. Het conversiebeding is daarom te kwalificeren als een verbintenis tot het nemen van aandelen. De uitgifteovereenkomst ligt besloten in de converteerbare obli-

25 In vw. 4 a Wolters Kluwer 2001/2006^o worden getallen genoemd: een obligatie van nominaal € 1000 geeft bij een conversieprijs van € 31 recht op 32,258 certificaten van aandelen. Indien één obligatiehouder meerdere obligaties converteert, rekent men de som van de nominale bedragen om.

26 Vergelijk Dortmund 2000/3. Zie Klammer 1993, over onderaandelen.

27 Vw 4.5 BAM 1997/2004^o; vw. 4.5 Frans Maas 1991/1996/1999^o; vw 4 5 Fugro 2000/2005^o

28 Voor Zwitsers recht. Köndgen en Daeniker 2000, p. 273 en 289.

gatielening. Wanneer en hoe de uitgifteovereenkomst tot stand komt en wat de aard van de daaruit voortvloeiende verbintenissen is, hangt af van de verbintenisrechtelijke aard van het conversiebeding (§ 5.2).

Convertibles: alternatieve verbintenissen conversievennootschap? – Uit het prospectus van convertibles kan men vaak afleiden dat nieuwe conversieaandelen kunnen worden uitgegeven. Daarin wordt dan aangegeven dat de vennootschappelijke besluitvorming heeft plaatsgevonden, nodig voor de uitgifte van conversieaandelen en de uitsluiting van voorkeursrechten van aandeelhouders (§§ 4.3 en 4.4).²⁹ Eventuele conversie in bestaande aandelen wordt doorgaans niet genoemd maar ook niet uitgesloten. De vraag rijst of de keuze tussen bestaande en nieuwe conversieaandelen opzettelijk in het ongewisse blijft.

Zie bijvoorbeeld de *Terms and Conditions* van de convertibles VNU 2001/2006³⁰. Er wordt gesproken van uitgifte ('*issued*') en kennelijk daaropvolgende levering ('*delivered*') van conversieaandelen, zie de laatste zin van vw. 4.a en de eerste zin van vw. 4.i. De voorwaarden lijken verschillende betekenissen toe te dichten aan de eerstgenoemde term. In de op één na laatste zin van vw. 4.a kan '*issue[d]*' niet alleen worden opgevat in de betekenis van het uitgeven van aandelen. Anders zou de conclusie moeten zijn dat de aandelen tweemaal worden uitgegeven, eerst door de NV aan de trustee, en later door de trustee aan de aandeelhouders. Uit de wijze waarop men in vw. 7 de verschaffing van conversieaandelen wil verzekeren (§ 6.9.2), blijkt wel van de bedoeling in nieuwe aandelen te converteren.

Uit het gezichtspunt van de debitrice/conversievennootschap lijkt het verstandig om alle mogelijkheden open te houden. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat zij op het moment van conversie reeds conversieaandelen houdt en deze kwijt wil. Bewust niet kiezen voor bestaande of nieuwe conversieaandelen biedt bovendien de mogelijkheid de conversieverplichtingen op bedrijfseconomisch verantwoorde wijze af te dekken. Toch blijkt niet dat de mogelijkheid van conversie in bestaande aandelen bewust open wordt gehouden. Het zou voor de hand liggen dat ten minste een aantal beursgenoteerde uitgevende instellingen een beleid kenbaar maakt omtrent de afdekking van conversieverplichtingen. Dit geldt te meer daar de kapitaalmarkt sinds enige jaren belangstelling heeft voor de afdekking van personeelsopties.³⁰ De afdekking van conversieverplichtingen is kennelijk geen aandachtspunt.

29 Bijvoorbeeld: p. 123 van het prospectus ter zake van VNU 2001/2006³⁰; p. 38 van het prospectus ter zake van Stork 1998/2005³⁰

30 Uit een onderzoek van FD blijkt in april 2000 dat ruwweg de helft van de vijftig grootste beursgenoteerde ondernemingen zich niet indekt tegen de verplichting om aandelen te verschaffen bij de uitoefening van personeelsopties, zie J. Wester, 'De Nederlandse optiemythe: geen kosten, geen risico's', FD 17 april 2000. In 2003 laat onderzoek zien dat 61% van de onderzochte bedrijven aandelen inkoopt op het moment waarop personeelsopties worden verleend, in 39% van de gevallen dekken

Eenvoudig gezegd, zouden er in dit opzicht twee uitersten zijn. Het ene is om zoveel (rechten op) conversieaandelen in portefeuille te houden als nodig zijn om aan alle conversieverplichtingen te voldoen. Het andere uiterste is om in het geheel geen conversieaandelen in portefeuille te houden, maar alle bij conversie benodigde aandelen uit te geven. Ergens tussen deze uitersten ligt het zogenoemde 'dynamische hedgen'. Dat zou betekenen dat de meest gunstige verhouding tussen de wel en niet in portefeuille te houden conversieaandelen periodiek wordt vastgesteld aan de hand van de kans dat tot conversie wordt overgegaan.

Een belangrijke andere aanwijzing is dat de uitgifte van convertibles te beschouwen is als een uitgestelde uitgifte van aandelen. Het staat uitgevende instellingen over het algemeen niet voor ogen om convertibles te zijner tijd in geld af te lossen (§ 3.8.2). De convertiblehouder zal doorgaans tot conversie overgaan indien hem dat financieel voordeel oplevert. Dat is het geval indien de conversieprijs lager is dan de marktwaarde van de conversieaandelen (§ 3.8.3). Het ligt minder voor de hand dat de conversievennootschap in dat geval kosten zal maken vanwege inkoop van conversieaandelen die zij aan de convertiblehouder dient te verschaffen. Zij zal dat alleen doen indien zij verwacht dat de opbrengst van een uitgifte van aandelen hoger zal zijn dan de kosten van een inkoop van bestaande aandelen. De laatstbedoelde situatie lijkt onwaarschijnlijk.

Daarbij komt soms nog dat de conversievennootschap de mogelijkheid heeft om bij conversie te kiezen voor een *cash alternative*. Dat houdt in dat zij gerechtigd is om geen conversieaandelen te verschaffen, maar een aan de actuele marktwaarde van de conversieaandelen gerelateerd geldbedrag te betalen.³¹ Een dergelijk beding biedt de conversievennootschap de mogelijkheid om haar kapitaal om haar moverende redenen niet uit te breiden. De geconverteerde obligatieverbintenis met cash alternative is over het algemeen een *facultatieve* verbintenis: de conversievennootschap dient aandelen te verschaffen, tenzij zij ervoor kiest om haar schuld in geld te voldoen. Het cash alternative is niet een contractuele afwijking van het nominaliteitsbe-

ondernemingen zich helemaal niet in, aldus B. Zevenbergen, 'Van gratis opties tot kostenpost', *FD* 6 september 2003. Ondernemingen die zich niet indekken, kiezen ervoor om aandelen uit te geven of in te kopen op het moment waarop personeelsopties worden uitgeoefend. Zie ook P. Molenaar, 'Bedrijven gaan niet prudent om met personeelsopties', *FD* 26 april 2000; A. Groen en P. Notermans, 'Financieel risico personeelsopties kan beperkt worden', *FD* 19 maart 2001; H. Starrenburg, 'Banken kunnen grotere rol spelen in afdekken van personeelsopties', *FD* 6 april 2001; B. Zevenbergen, 'Lage beurskoers activeert afdekken opties', *FD* 14 augustus 2002, *FD* 17 april 2003, 'Koopmanschap bij Aegon'.

31 Bijvoorbeeld vw. 5.20 ASML 1998/2005^o; vw. 4.1 Draka 2002/2007; vw. 4.c Fortis Nederland 1999/2004^o; vw. 4.23 Getronics 2000/2005^o; vw. 4.1 VNU 2001/2006^o; vw. 4.1 Wolters Kluwer 2001/2006^o. Vergelijk de reverse exchangeables Rabo op Robeco 2003/2004^o, die aan het einde van hun looptijd door de debiteur kunnen worden geconverteerd in aandelen of kunnen worden afgelost door betaling van een aan de waarde van die aandelen gerelateerde geldsom (vw. 5 b Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme III^o).

ginsel (§ 1.3). Het voorziet niet in de aanpassing van de waarde van een verschuldigde prestatie, maar in de mogelijkheid te kiezen voor de subsidiaire prestatie (een geldsom), die dezelfde waarde heeft als de primaire prestatie (een hoeveelheid aandelen). Indien een keuze voor aflossing in geld achterwege blijft, kan de conversievennootschap zich slechts bevrijden door verschaffing van conversieaandelen.

Indien de debitrice/conversievennootschap de vrijheid zou hebben om bij conversie te kiezen tussen de verschaffing van bestaande en nieuwe aandelen, zou sprake zijn van een *alternatieve* verbintenis in de zin van afdeling 6.1.4 BW. Dit zou onder meer betekenen dat de conversievennootschap haar conversieverplichting na conversie enkelvoudig zou moeten maken door het uitbrengen van een keuze, artikel 6:18 lid 1 BW. De voorwaarden van convertibles plegen deze kwestie ongeregeld te laten. Dergelijke voorwaarden zouden wel voor de hand liggen, gezien de gebruikelijke uitgebreidheid van regelingen met betrekking tot andere conversiehandelingen (zoals de conversieverklaring).

Tot slot valt erop te wijzen dat de conversie van convertibles in bestaande aandelen in een aantal Europese landen uitdrukkelijk als afzonderlijk type wordt geduid.

In de Franse praktijk benoemt men een grote verscheidenheid van converteerbare obligaties.³² Eén daarvan is de *ocean*: *Obligation Convertible En Actions Nouvelles ou Existantes*. Daarbij heeft de debitrice/conversievennootschap de expliciete keuze om bestaande of nieuwe conversieaandelen te verschaffen.³³

De Duitse literatuur onderscheidt de *Anleihe mit Rückzahlungswahlrecht in eigenen Aktien*, de obligatielening die converteerbaar is in bestaande aandelen van de debitrice.³⁴ De Portugese wet kent een bepaling die uitdrukkelijk toestaat dat men bestaande conversieaandelen gebruikt om de conversieverplichtingen na te komen.³⁵ Ook de Spaanse wet staat dit toe.³⁶

Gezien het voorgaande, ga ik ervan uit dat conversie van convertibles in de regel dient plaats te vinden in nieuwe aandelen en dat conversie in bestaande aandelen uitdrukkelijk dient te worden bedongen.

3.6 Conversierecht onder tijdsbepaling of voorwaarde

De inwerkingtreding van de conversie is vaak afhankelijk van de uitoefening van een conversierecht, een wilsrecht van obligatiehouder of debitrice. Deze paragraaf is gewijd aan *conversierechten* die afhankelijk zijn van een tijdsbepaling en/of voor-

32 Guyon 2000, p. 109-114.

33 Een voorbeeld van oceanes. Cap Gemini Ernst & Young persberichten 24 juni 2003 I en II

34 Schäfer 2000, p. 75-78.

35 Antunes 2000, p. 225.

36 Espinosa 2000, p. 319.

waarde. Het is echter goed te beseffen dat conversie ook in werking kan treden door vervulling van een tijdsbepaling en/of voorwaarde (automatische conversie, § 6.5).

Tijdsbepaling – Bij convertibles (§ 3.3.1) is meestal sprake van een conversierecht onder tijdsbepaling: uitgestelde en/of tijdelijke converteerbaarheid.³⁷ De periode waarin conversie mogelijk is (conversieperiode), is dan niet gelijk aan de looptijd van de obligaties.³⁸

Uitgestelde converteerbaarheid is converteerbaarheid onder opschortende tijdsbepaling. Vaak worden obligaties pas enige tijd na uitgifte converteerbaar. Verder merkt Van den Ingh op dat het met het oog op de in de statuten van beursvennootschappen gebruikelijke deponeringsplicht nuttig is om te bepalen dat in de periode van veertien dagen voor de aandeelhoudersvergadering geen omwisseling kan plaatsvinden.³⁹ Een dergelijke bepaling is overbodig indien de conversievennootschap gebruik maakt van de inmiddels ingevoerde mogelijkheid om een registratiedatum vast te stellen (artikel 2:119 lid 1 BW).

Tijdelijke converteerbaarheid is converteerbaarheid onder ontbindende tijdsbepaling. Meestal eindigt de converteerbaarheid enige tijd vóór het einde van de looptijd. Vaak eindigt de converteerbaarheid ook enige dagen vóór de dag waartegen obligaties vervroegd aflosbaar zijn gesteld (§ 6.2.2) en kort vóór de dag waarop zij zijn opgeëist (§ 6.3).

Voorwaarden – De converteerbaarheid kan afhankelijk zijn van allerlei voorwaarden. In de Verenigde Staten kan het conversierecht van obligatiehouders soms worden uitgeoefend nadat daartoe door de gezamenlijke obligatiehouders is besloten.⁴⁰ Door Amerikaanse ondernemingen worden ook *contingent convertibles* (coco's) uitgegeven.⁴¹ De converteerbaarheid van deze convertibles is afhankelijk van de voorwaarde dat de koers van de conversieaandelen (of -certificaten) in een bepaalde periode een niveau bereikt dat boven de conversieprijs ligt.⁴² Men spreekt van een *upside contingency*. Meestal hebben coco's een couponrente van nul (§ 3.7) en kunnen zij periodiek worden opgeëist (§ 6.3.4).

37 Bijvoorbeeld vw. 5 4 ASML 1998/2005^o; vw. 4.a Draka 2002/2007, vw. 4 g 1 Fortis Nederland 1999/2004^o; vw. 4 1 Frans Maas 1991/1996/1999^o, vw. 4 1 Getronics 2000/2005^o, vw. 4.a Wolters Kluwer 2001/2006^o

38 Naar Belgisch recht mag de duur tijdens welke converteerbare obligaties kunnen worden geconverteerd, niet langer zijn dan tien jaar vanaf hun uitgifte, artikel 489 Wetboek van Vennootschappen

39 Van den Ingh 1993, p. 10

40 Bogaert 1961, p. 1

41 Zie A. Currie, 'Is this love, or a teenage crush?', *Euromoney* 2001-7, p. 40-43, over de opkomst van dit relatief jonge type convertible

42 Bijvoorbeeld: Tyco persbericht 7 februari 2001: *Tyco to raise approximately \$2 25 billion in convertible debt offering*, Neuberger Berman persbericht 1 mei 2001: *Neuberger Berman to receive approximately \$130 million in convertible debt offering*, Cendant persbericht 4 mei 2001: *Cendant completes previously announced zero-coupon zero-yield convertible notes offering*.

De converteerbaarheid kan komen te vervallen door bepaalde gebeurtenissen, zoals de liquidatie, overname of fusie van de conversievennootschap.⁴³ De euromarkt kent *dual option convertibles*, die converteerbaar zijn in aandelen of in zuivere obligaties.⁴⁴ Het ligt voor de hand om de 'conversie' in zuivere obligaties te laten bestaan in het verval van het conversiebeding.

De converteerbaarheid van reverse exchangeables (§ 3.3.2) is vaak afhankelijk gesteld van de voorwaarde dat de beurskoers van de conversieaandelen (of -certificaten) in een bepaalde periode een bepaald niveau bereikt of doorbreekt. Dit niveau wordt meestal uitgedrukt in een percentage van de koers van de conversieaandelen (of -certificaten) bij of kort vóór de uitgifte van de reverse exchangeables. Er zijn twee clausules denkbaar.

De converteerbaarheid van *knock-in* (ook wel: *sweet*) reverse exchangeables is afhankelijk van de *opschortende* voorwaarde dat het knock-in-niveau, dat meestal 20 tot 25% lager ligt dan de conversiekoers, is geraakt of in neerwaartse richting is doorbroken.⁴⁵ De debitrice heeft in dat scenario aan het einde van de looptijd van de obligaties het recht ze te converteren en dus conversieaandelen te verschaffen in plaats van ze in geld af te lossen. In het scenario dat het knock-in-niveau nooit is geraakt of doorbroken, kunnen de obligaties niet worden geconverteerd en moeten zij in geld worden afgelost. Deze voorwaarde geeft de reverse exchangeable een meer defensief karakter (vanuit het oogpunt van de obligatiehouder). Tot aan het bereiken van het knock-in-niveau moet immers in geld worden afgelost. Ter compensatie wordt een lagere couponrente betaald.

De converteerbaarheid van *knock-out* (ook wel: *lock-up*) reverse exchangeables is afhankelijk van de *ontbindende* voorwaarde dat het knock-out-niveau, dat hoger ligt dan de conversiekoers, is geraakt of in opwaartse richting is doorbroken.⁴⁶ De debitrice verliest in dat scenario het conversierecht en moet de obligaties dus in geld aflossen. In het scenario dat het knock-in-niveau niet is geraakt of doorbroken, kan de debitrice aan het einde van de looptijd wel converteren. De knock-out-clausule wordt niet vaak gehanteerd.

3.7 Bedongen rente

Bedongen rente is een vergoeding of 'tegenprestatie' van de debitrice aan de obligatiehouder voor het onder bepaalde voorwaarden gedurende bepaalde tijd beschikbaar

43 Vergelijk Wood 1995, § 9-8.

44 Graaf 1991, p. 234.

45 Een voorbeeld: bij de knock-in reverse exchangeables ABN AMRO Bank op KNPM 2002/2004 is het niveau 80% van de conversiekoers, die gelijk is aan de beurskoers van de conversieaandelen 7 dagen voor de uitgifte van de exchangeables.

46 Een voorbeeld: bij de knock-out reverse exchangeables ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2002/2004 is het niveau 130% van de beurskoers van de conversieaandelen negen dagen voor de uitgifte van de exchangeables

stellen van een geldsom.⁴⁷ Bedongen rente is te onderscheiden van de in artikel 6:120 BW genoemde wettelijke rente. Bedongen rente kan bestaan in geld of goederen (bijvoorbeeld aandelen).⁴⁸ Rente anders dan in geld wordt bijvoorbeeld bedongen bij *Leveraged Income Obligations via New Shares* (lions). Lions zijn obligaties die periodiek recht geven op (certificaten van) aandelen.⁴⁹ Hoewel bij lions kan worden overeengekomen dat aan het einde van de looptijd van de obligatie een extra aandeel zal worden uitgekeerd, moet de hoofdsom in geld worden afgelost. Indien de couponrente en de hoofdsom naar de keuze van de debitrice betaalbaar zijn in aandelen, spreekt men in de Anglo-Amerikaanse literatuur van *convertible stock notes* en *pay-in-kind*.⁵⁰ Convertible stock notes worden kennelijk meestal uitgegeven in het kader van schuldsaneringen van ondernemingen in deconfiture.⁵¹

Voor zover renteverbintenissen bij obligaties uit een overeenkomst van geldlening voortvloeien, is afdeling 7A.15.4 BW toepasselijk. Het praktische belang daarvan is betrekkelijk. De desbetreffende wetsbepalingen zijn tamelijk summier en bevatten regelend recht (§ 1.3). Van de oorspronkelijke afdeling resteren nu nog drie wetsbepalingen. Indien bij geldlening een rente wordt bedongen, moet de omvang daarvan schriftelijk worden bepaald, artikel 7A:1804 BW. Indien de omvang van bij geldlening bedongen rente niet is bepaald, wordt uitgegaan van de wettelijke rente, artikel 7A:1805 BW.⁵² Indien de schuldeiser ter zake van de aflossing van een leensom zonder voorbehoud van rente een kwitantie afgeeft, is de schuldenaar ook bevrijd van de rentebetaling, artikel 7A:1806 BW.

47 Bij een strikte interpretatie van het reële karakter van geldlening zou geen sprake kunnen zijn van een tegenprestatie voor de verschaffing van de leensom. Die verschaffing is dan namelijk een voorwaarde voor het ontstaan van geldlening (§ 1.3), uit welke overeenkomst alleen een aflossingsverbindeenis voortvloeit.

48 De Toelichting Meijers Boek 7, p. 885, stelt dat ontwerp-artikel 7.2.1 2 zich er niet tegen verzet dat de uitlener van geld een vergoeding bedingt die in iets anders bestaat dan in een naar tijdsduur bepaald percentage van de geleende som. Zie ook Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 122. Suyling II-1 1934, nr. 231, stelt dat de 'spraakmakende gemeente' de kwalificatie interest onthoudt aan vergoedingen die niet in geld of vervangbare zaken bestaan. Het dagelijks leven weet echter volgens hem van die beperking niet.

49 Zie Smid 1997, hoofdstuk 7, over lions. Voor een voorbeeld van in aandelen uitkeerbare rente v.w. 6 c FRESH Capital Securities Fortfinlux^o.

50 Gasineau (2000), p. 149; Woodson 2002, p. 15.

51 Calamos 1998, p. 48-49.

52 De wettelijke rente dient krachtens artikel 6:119 lid 1 BW ook als richtsnoer bij de vaststelling van de hoogte van schadevergoeding die door de schuldenaar in verzuim verschuldigd is wegens vertraging in de voldoening van een geldsom, zoals de aflossing van obligaties. Krachtens het derde lid van het genoemde artikel loopt de bedongen rente die hoger is dan de wettelijke rente, in plaats daarvan door. Vgl. Rank 1996, hoofdstuk XVII. In het geval van een handelsovereenkomst is de wettelijke rente echter steeds richtsnoer, artikel 6:119a lid 1 BW. Onder handelsovereenkomst wordt verstaan de overeenkomst om baat die één of meer van de partijen verplicht iets te geven of te doen en die tot stand is gekomen tussen één of meer natuurlijke personen die handelen in de uitoefening van een beroep of bedrijf of rechtspersonen.

Het is gebruikelijk dat bij converteerbare obligatieleningen rente wordt bedongen. De vaak gebruikte benaming 'couponrente' is terug te voeren op de papieren coupons die deel uitmaken van K-stukken, dan wel behoren bij zogenoemde CF-stukken.⁵³ De rente op obligaties wordt berekend over een bepaalde termijn, meestal een jaar.⁵⁴ De rente is verschuldigd vanaf de rente- of coupondatum die meestal is gesteld aan het einde van de rentetermijn. Men kan spreken van het verschijnen of vervallen van de rentetermijn of van het betaalbaar stellen van rente. De rechtsvordering tot betaling van vervallen rente verjaart door verloop van vijf jaren. Hetzelfde geldt voor de rechtsvordering tot aflossing van de hoofdsom van obligaties (§ 6.2).

Door verjaring van rechtsvorderingen tot rentebetaling en tot aflossing blijven de desbetreffende vorderingsrechten bestaan als actiefzijde van een natuurlijke verbintenis.⁵⁵ Een rechtsvordering tot betaling van bedongen rente verjaart door verloop van vijf jaren na de aanvang van de dag, volgende op die waarop de vordering opeisbaar is geworden, artikel 3:308 BW. Naar huidig recht verjaart een rechtsvordering tot aflossing door verloop van vijf jaren na de aanvang van de dag, volgende op die waarop de vordering opeisbaar is geworden, artikel 3:307 lid 1 BW.⁵⁶ Men kan alleen een kortere, niet een langere verjaringstermijn dan de wettelijk vastgestelde overeenkomen.⁵⁷

De verjaringstermijn van rechtsvorderingen tot rentebetaling en aflossing wordt tegenwoordig vaak gesteld op vijf jaren.⁵⁸ Dat lijkt overbodig, omdat daarmee niet wordt afgeweken van de wettelijke termijnen. Weliswaar moeten de voorwaarden van beursgenoteerde obligaties de verjaringstermijn van rente en betaalbaar gestelde hoofdsommen bevatten, artikel 2.1.15 Schema B Fr. Deze plicht bestaat echter onder het voorbehoud 'voor zover van toepassing'. Dit voorbehoud betekent hier waarschijnlijk: voor zover een kortere dan de wettelijke verjaringstermijn wordt overeengekomen.

De status van een nog niet-opeisbare rentevordering is niet duidelijk. Men kan haar beschouwen als een bestaand vorderingsrecht onder tijdsbepaling of als een toekomst-

53 Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 184 resp. 186, over K- en CF-stukken.

54 In de Verenigde Staten is een rentetermijn van een half jaar gebruikelijk. Calamos 1998, p. 67; Woodson 2002, p. 13.

55 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 654 en 657.

56 Faber 1993, p. 108, wijst erop dat in obligatieleningen die werden uitgegeven vóór 1 januari 1992, doorgaans langere verjaringstermijnen voorkomen en hij noemt voorbeelden. Zie ook bijvoorbeeld v.w. 2.5 Frans Maas 1991/1996/1999^o.

57 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 678.

58 V.w. 6.c ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2003/2005; v.w. 2.5 BAM 1997/2004^o; v.w. 2.5 Fugro 2000/2005^o; v.w. 2.5 Getronics 2000/2005^o, v.w. 11 Draka 2002/2007, v.w. 12 Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme III^o; v.w. 9 VNU 2001/2006^o; v.w. 11 Wolters Kluwer 2001/2006^o. V.w. 6.9 ASML 1998/2005^o bepaalt dat de debitrice de rente en hoofdsommen die niet binnen 12 maanden worden opgeëist, kan deponeren bij het gerecht te 's-Hertogenbosch, met of zonder het recht op terugbetaling van de gelden. Verder is bepaald dat, indien de gelden worden gedeponneerd met afstand van het recht op terugbetaling, de rechten van de desbetreffende obligatiehouders jegens de debitrice eindigen.

stig (dus niet-bestaand) vorderingsrecht. De afbakening tussen de twee genoemde categorieën (bestaande en toekomstige rechten) is niet alleen hier, maar ook in bredere context omstreden. Zij is relevant vanwege de vraag naar de faillissementsbestendigheid van levering en vestiging van beperkte rechten, artikel 35 lid 2 Fw.⁵⁹ De meningen over deze kwestie verdeeld.

De Hoge Raad maakt in zijn arrest *SOS/ABN* onderscheid tussen bestaande vorderingen onder opschortende voorwaarde of tijdsbepaling, of tot het doen van periodieke betalingen enerzijds en toekomstige vorderingen (die hun onmiddellijke grondslag vinden in een reeds bestaande rechtsverhouding) anderzijds.⁶⁰ In zijn noot onder dit arrest is Kleijn van mening dat dit onderscheid zó weer te geven is, dat bij een toekomstige vordering nog een element ontbreekt dat afkomstig is van de debiteur of de crediteur, terwijl het bij een vordering onder opschortende termijn of voorwaarde gaat om een extern element dat nog vervuld moet worden (te weten de tijdsbepaling of voorwaarde)

De Hoge Raad oordeelt in zijn *WUH*-arrest dat vorderingen ter zake van nog niet-verschenen huurtermijnen toekomstig zijn, omdat het ontstaan daarvan afhankelijk is van toekomstige, vooralsnog onzekere omstandigheden waaronder in het bijzonder de daadwerkelijke verschaffing van het huurgenot. Ook in het geval dat het gaat om een huurovereenkomst voor bepaalde tijd, kunnen de vorderingen niet worden gelijkgesteld met terstond bij het sluiten van een overeenkomst reeds hun bestaan aangaande vorderingen.⁶¹

Volgens Van der Grinten is uit het *WUH*-arrest niet af te leiden of de nog niet-verschenen rentetermijnen van een vordering toekomstige vorderingen zijn.⁶² Andere schrijvers passen het '*WUH*-criterium' van de daadwerkelijk verrichte tegenprestatie wel toe. Kortmann is geneigd om vorderingen tot periodieke betaling van rente uit hoofde van geldlening in de regel als toekomstige vorderingen ter zake van periodieke betalingen te beschouwen. Het ontstaan van rentevorderingen is, aldus Kortmann, doorgaans immers afhankelijk van toekomstige, vooralsnog onzekere omstandigheden, in het bijzonder het voortduren van de geldlening in de toekomst.⁶³ Naar de mening van Tekstra kan de rentevordering wellicht als een bestaande vordering (tot periodieke betaling) worden aangemerkt (blijkbaar omdat haar ontstaan niet afhangt van een toekomstige onzekere gebeurtenis).⁶⁴ Volgens Mijnsen zou de vordering tot het betalen van rente over een voor een vaste termijn aangegane geldlening niet als toekomstig, maar als bestaand moeten wor-

59 Asser/Mijnsen/De Haan 3-1 2001, nr. 205. Zie Rank-Berenschot 1997, § 2.8, over verpanding van bestaande en toekomstige vorderingen en faillissement.

60 HR 26 maart 1982, *NJ* 1982, 615 m.nt. W.M. Kleijn (Stichting Ontwikkelings- en Saneringsfonds voor de Visserij/Algemene Bank Nederland NV en Scheepvaart Krediet NV).

61 Zie HR 30 januari 1987, *NJ* 1987, 530 m.nt. W.C.L. van der Grinten (Westland/Utrecht Hypotheekbank NV/Emmerich q.q.).

62 Noot van W.C.L. van der Grinten onder *NJ* 1987, 530.

63 Noot van S.C.J.J. Kortmann, *AA* 1989-38 p. 59.

64 Tekstra 1990, p. 743.

den aangemerkt. De renteverbintenis staat immers terstond bij het aangaan van de leenovereenkomst vast en de tegenprestatie (het ter beschikking stellen van het leenbedrag) is reeds geschied. Volgens Mijnssen kan wellicht anders worden geoordeeld over een geldlening voor onbepaalde tijd waarbij de rente – van een bepaald percentage op jaarbasis – per dag of althans periodiek wordt berekend. In dat geval kan volgens Mijnssen worden gezegd dat het ontstaan van de rentevordering afhangt van het ter beschikking stellen van het leenbedrag.⁶⁵

Naar mijn mening bestaat de vordering tot betaling van niet-verschenen rentetermijnen vanaf het moment dat de geldverstrekker de door hem verschuldigde prestatie(s) heeft voldaan. Bij geldlening bestaat de bedoelde prestatie (in beginsel) in verschaffing van een leensom. Mijn opvatting stemt overeen met het *WUH*-criterium. Aan het bestaan van rentetermijnen doet niet af dat hun opeisbaarheid afhankelijk is van de toekomstige, vooralsnog onzekere vraag of de geldlening zal voortduren. Die onzekerheid geldt ook het voortbestaan van de vordering tot terugbetaling van een leensom, terwijl die vordering ook bestaat vóór zij opeisbaar wordt.

Verhagen en Rongen gaan verder, met hun voorstel om – in het kader van toepassing van artikel 35 Fw – alle vorderingen die hun grondslag vinden in een reeds bestaande rechtsverhouding als bestaande vorderingen aan te merken.⁶⁶ Out lijkt met deze vereenvoudiging in te stemmen.⁶⁷ Op deze kwestie ga ik niet verder in.

Converteerbare obligaties zijn over het algemeen rentedragend tot het moment waarop zij eindigen door verplichte of vervroegde aflossing (§ 6.2) of door aflossing na opeising (§ 6.3).⁶⁸ In dat geval moet meestal de renteaccretie (dat is de rente over het reeds verstreken deel van de lopende termijn) voldaan worden. In § 6.8 ga ik in op de (vermijding van) samenloop van rente- en dividendaanspraken over de periode tussen het moment waarop de laatste rentetermijn van een converteerbare obligatie is vervallen en het moment waarop die obligatie wordt geconverteerd.

De rente is, zoals gezegd, een vergoeding van de debitrice aan de obligatiehouder. De hoogte van die vergoeding hangt samen met de andere financiële modaliteiten, die tezamen bepalend zijn voor het rendement van converteerbare obligaties. In dit verband is de couponrente een onderscheidende karakteristiek, aan de hand waarvan men converteerbare obligaties kan indelen. De rente op zuivere en converteerbare obligaties bedraagt meestal een vast percentage van het nominale bedrag van de obli-

65 Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 236. Zie ook Mijnssen en Schut 1991, p. 139

66 Verhagen en Rongen 2000, p. 59.

67 Out 2002, p. 95

68 Bijvoorbeeld: vw. 3.6 BAM 1997/2004^o; vw. 3 Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004^o; vw. 3 b Draka 2002/2007, vw. 4 a Rabo Securitities NV Reverse Convertible Bond Programme III^o, vw. 3 b Wolters Kluwer 2001/2006^o.

gaties (*regular coupon paying convertibles*). De couponrente van *step-up* obligaties wordt periodiek verhoogd. Er kan ook een variabele rente (*floating rate*) worden bedongen. Een variabele rente kan gekoppeld zijn aan een referentierente.⁶⁹ Winstdelende obligaties (inkomstenobligaties of *income bonds*) geven een aan de bedrijfs-winst gerelateerde rente, naast of in plaats van een vaste rente.⁷⁰ De winstgerelateerde rente is alleen dan verschuldigd indien en voor zover de debitrice boekhoudkundige winst heeft gemaakt in een bepaalde periode en/of indien en voor zover de liquiditeitspositie van de debitrice het toelaat. De uitkeringen op deze obligaties zijn niet gebonden aan de grens die in het kader van de kapitaalbescherming aan winstuitkeringen zijn gesteld, artikel 2:105 lid 2 BW. De winstgerelateerde rente is immers geen winst. Dit neemt niet weg dat men statutair kan bepalen dat de winst (mede) ten goede komt aan anderen dan aandeelhouders, zie daarover mijn opmerkingen omtrent participaties in § 3.10.6. Het gaat overigens te ver om een zodanige rente te bedingen dat het jaarlijkse netto-ondernemingsresultaat dat tot bedrijfswinst zou leiden, aan de obligatiehouders moet worden uitgekeerd. Een dergelijk beding is nietig op grond van artikel 3:40 lid 2 j° 2:105 lid 9 BW.

Zero coupon – Het rentebeding is geen noodzakelijke voorwaarde van een geldlening. Obligaties waarover in het geheel geen rente is bedongen, staan te boek als *zero coupon* obligaties. Het is mogelijk om het ontbreken van couponrente te compenseren door de convertibles uit te geven tegen een lager bedrag dan hun nominale waarde (*Original Issue Discount* (oid)).⁷¹ Een voorbeeld van oid/zero coupon convertibles zijn de in 1985 ontwikkelde en geïntroduceerde *Liquid Yield Option Notes* (Lyons).⁷² Tot de onderscheidende kenmerken daarvan behoren ook de mogelijkheid van vroegde aflossing door de debitrice (§ 6.2.2) en periodieke opeisbaarheid (§ 6.3.4). Een ander voorbeeld van oid/zero coupon convertibles zijn de in § 3.6 genoemde *coco's*.

Vergoeding over automatisch te converteren obligaties – Ook over een automatisch te converteren obligatie (§ 6.5) kan een vergoeding worden bedongen. In § 5.6.4 stel ik mij op het standpunt dat ook indien een dergelijke obligatie van meet af aan in aandelen luidt, zij uit verbruiklening kan voortvloeien. Een vergoeding over de bedoel-

69 In vw 5 FRESH Capital Securities Fortfinlux[○] wordt de rente gerelateerd aan EURIBOR. Op p. 12 van het prospectus ter zake van de SNS ParticipatieCertificaten[○] wordt de rente gekoppeld aan het rendement op Nederlandse staatsleningen. Zie over variabele renten bij zuivere obligaties nog: Horsten 1999/1, p. 43; Molenaar 2001, p. 84-86.

70 Zie ook Handboek 1992, nr. 195. De Zweedse kapitaalmarkt kent het *konvertibla vinstandelsbevis*: een converteerbare obligatie waarvan de couponrente afhankelijk is van dividenduitkeringen of het bedrijfsresultaat van de debitrice (§ 3.7). Zie Skog 2000, p. 252.

71 Woodson 2002, p. 11.

72 Over Lyons: Smid 1997, p. 82-83; Calamos 1998, p. 37-39; Coxe 2000, p. 24-27; Grubben 2003/1, p. 17.

de obligatie kan daarom rente zijn in de zin van afdeling 7A.14.4 BW. De praktische betekenis van die afdeling is bij obligaties echter betrekkelijk, zoals hierboven in deze paragraaf gesteld.

Belangrijker is de vraag of de bedoelde vergoeding in strijd is met het beginsel van de onaantastbaarheid van de inbrengverbintenis (§ 2.5.1). Met Eisma ben ik van mening dat de verplicht converteerbare obligatielening te beschouwen is als (kort gezegd) een uitgifte van conversieaandelen met een storting in geld bij voorbaat (zie opnieuw § 5.6.4). De betaling van de bedongen vergoeding kan dan niet worden gezien als een terugbetaling van de storting, tenzij deze vergoeding in geen verhouding staat tot hetgeen in de gegeven omstandigheden redelijkerwijs aan rente betaald zou worden over een obligatielening op min of meer vergelijkbare voorwaarden.⁷³ Ik laat buiten beschouwing of de bedoelde vergoeding jaarrekeningenrechtelijk en fiscaalrechtelijk heeft te gelden als onderdeel van de winstbepaling of van de winstbestemming.⁷⁴

3.8 Motieven

3.8.1 Inleiding

In de volgende twee paragrafen worden mogelijke motieven genoemd van de debitrice/conversievennootschap bij de uitgifte van convertibles – en in bescheidener mate reverse exchangeables – en van de obligatiehouder bij de belegging in die effecten.⁷⁵ Ik beperk mij tot een inventarisatie van motieven die in de literatuur en financiële pers worden genoemd. Niet wordt onderzocht of die motieven daadwerkelijk de uitgifte en belegging verklaren, noch de vraag of zij gerechtvaardigd zijn. Die vragen zijn onderwerp van de bedrijfseconomische theorie.⁷⁶ Ook de fiscale motieven van obligatiehouders, debitrice en conversievennootschap blijven buiten beschouwing.

3.8.2 Debitrice/conversievennootschap

Gevarieerde financiering – Een algemene ontwikkeling in de financieringspraktijk is dat NV's meer dan vroeger kiezen voor financiering door de gelijktijdige publieke

73 Eisma 1995, p. 1030-1031.

74 Beckman 1998, p. 672, meent dat hetgeen contractueel verschuldigd is – zoals de bedoelde vergoeding – geen onderdeel is van de winstbestemming maar van de winstbepaling

75 Zie Slagman 1996, p. 9-12, over de afwijkende motieven bij de uitgifte van converteerbare achtergestelde *onderhandse leningen*.

76 Onder meer De Liefde 1951, Bervoets 1955; Scheffer 1960; Van Klinken 1975; Buys 1972/1 en 2; Grazell en Veld 1991; Butting 1993, p. 50-58; Bouma 1996, p. 84-87; Wit 1996, p. 9-11; Jen, Choi en Lee 1997; Lewis, Rogalski en Seward 1999; Mann, Moore en Ramanlal 1999. Zie Cools 1993, in meer algemene zin over de vermogensstructuur van ondernemingen.

en/of onderhandse uitgifte van verschillende instrumenten, zoals (certificaten van) aandelen, converteerbare preferente aandelen en (achtergestelde) converteerbare obligaties.⁷⁷ Een mogelijk motief daarvoor is dat financiering met uitsluitend eigen vermogen het rendement op het eigen vermogen te zeer aantast. Een ander motief is blijkbaar dat met het gebruik van meerdere financieringsinstrumenten de grote bedragen aangetrokken kunnen worden die gemoeid zijn bij overnametransacties.⁷⁸ Een derde motief zou kunnen zijn dat men de groep investeerders beoogt te verbreden. In de bedrijfseconomische theorie wordt gesproken over de minimalisatie van de totale *agency costs* verbonden aan eigen en vreemd vermogen. Men gaat daarbij uit van het bestaan van een belangentegenstelling en een verschil in informatie tussen het management van een NV, de verschaffers van eigen en de verschaffers van vreemd vermogen. De daarmee gepaard gaande motivatie- en beoordelingsproblemen brengen kosten met zich. De gedachte is dat het bestaan van converteerbare obligaties de kosten van het genoemde belangenconflict vermindert. Ik noem een concreet voorbeeld.⁷⁹ De financiering met vreemd vermogen kan het rendement op het eigen vermogen vergroten. Denkbaar is dat het management en de zittende aandeelhouders daardoor geneigd zijn om de risicograad van de NV onverstandig hoog op te drijven (door te veel vreemd vermogen aan te trekken). Het bestaan van converteerbare obligaties zou deze neiging reduceren, omdat men een vergroot rendement op het eigen vermogen met de houders van converteerbare obligaties moet delen.

In het algemeen geldt dat convertibles oorspronkelijk vooral werden uitgegeven door relatief kleine ondernemingen die zijn omgeven door onzekerheden en risico's. Heden ten dage geldt dit in meerdere mate voor de Amerikaanse markt dan voor de Europese markt.⁸⁰

Optimale financieringsstructuur – De debitrice/conversievennootschap is bij het vormgeven van haar financiering gespitst op de beperking van vermogenskosten en het maximaliseren van de opbrengst van een uitgifte. Tegen die achtergrond zal zij financiering met converteerbare obligaties vergelijken met (onder meer) uitgifte van aandelen en uitgifte van zuivere obligaties. De mogelijke motieven van de NV bij uit-

77 PC Elshout, 'Versatel haalt convertible uit de garage', *FD* 23 maart 2000. Bijvoorbeeld in april 2000 gaf Wegener NV een mix van financieringsinstrumenten uit waaronder de convertibless Wegener 2000/2005^o, zie Bartjens, 'Wegeners wachten loont', *FD* 11 april 2000, in juni 2000 gaf Koninklijke Numico NV certificaten van gewone aandelen en de convertibles uit, zie het prospectus 21 juni 2000 ter zake van Numico 2000/2005^o.

78 *FD* 22 juni 2000, 'ING Barings groot in convertibles'.

79 Ontleend aan Wit 1996, p. 10.

80 Woodson 2002, p. 4 en 24-25, Grubben 2003/1, p. 16. Volgens Grubben (p. 17) werd van de per ultimo 2002 uitstaande Amerikaanse convertibles één derde uitgegeven door ondernemingen met een marktkapitalisatie van minder dan \$ 1 mld en 40% door ondernemingen met een marktkapitalisatie van meer dan \$ 5 mld. Grubben stelt verder (p. 18) dat het in Europa vooral de naar marktkapitalisatie gemeten ondernemingen met een hoge kredietwaardigheid betreft.

gifte van converteerbare obligaties zijn hieronder overeenkomstig in twee groepen gedeeld.

Convertibles als alternatief voor zuivere obligaties – De NV kan een voorkeur hebben voor de uitgifte van convertibles boven een zuivere obligatielening, omdat daarop in beginsel een lagere couponrente wordt gesteld. Dit motief geldt a fortiori wanneer de door de markt geëiste couponrente hoog is, omdat de marktrente relatief hoog is of omdat een NV alleen tegen relatief hoge kosten kan lenen indien de markt een hoge risicopremie verlangt.⁸¹ Maar ook bij een relatief lage marktrente is de ‘korting’ op de couponrente aantrekkelijk. De uitgevende instelling verkrijgt langlopend vreemd vermogen tegen lagere kosten dan bij uitgifte van een zuivere obligatielening. Indien een stijging van de koers van het onderliggende aandeel uitblijft, zal de converteerbare obligatielening gewoon worden afgelost en heeft de NV relatief goedkoop geleend.

Indien conversie wel plaatsvindt, is een ander voordeel van convertibles ten opzichte van zuivere obligaties dat het verschaft vermogen niet hoeft te worden terugbetaald. Het mes van de conversie snijdt in dit opzicht aan twee kanten: de schulden van de NV nemen af, terwijl het eigen vermogen toeneemt. De solvabiliteit van de NV neemt daardoor toe.

Een gevaar voor de debitrice/conversievennootschap is dat de koers van het onderliggende aandeel sneller stijgt dan aanvankelijk werd ingeschat. Naar aanleiding daarvan wordt wellicht ‘te snel’ geconverteerd. Er wordt dan niet optimaal genoten van de financiering met goedkoop vreemd vermogen. De financiering met eigen vermogen vindt eerder plaats dan de conversievennootschap wenst.⁸²

Wood noemt het voordeel dat beleggers in *equity-linked* obligaties (zoals convertibles) een langere looptijd accepteren dan beleggers in zuivere obligaties.⁸³

Bouma wijst erop dat convertibles in vergelijking tot de uitgifte van zuivere obligaties een theoretisch nadeel kennen indien conversie uitblijft (door een tegenvallende ontwikkeling van de koers van het onderliggende aandeel). In dat geval moet de uitgifte van convertibles ook worden vergeleken met de fictieve consequenties van de uitgifte van aandelen. Die had kunnen inhouden dat er helemaal niets aan de aandeelhouders zou zijn uitgekeerd, of althans minder dan de fictieve betalingen aan de zuivere obligatiehouders.⁸⁴

Convertibles als alternatief voor onmiddellijke uitgifte aandelen – De uitgifte van een convertibles kan een aantrekkelijk alternatief zijn voor de onmiddellijke uitgifte van

81 In november 2001 besloot Koninklijke KPN NV desalniettemin tot de uitgifte van aandelen, terwijl haar Franse concurrent France Télécom SA converteerbare obligaties uitgaaf. Zie B. Zevenbergen, ‘Obligatiehouder KPN lachende derde’, *FD* 22 november 2001.

82 Bijvoorbeeld *FD* 4 en 6 september 1998, ‘Cashen met convertibles van BAM’.

83 Wood 1995, § 9-6.

84 Bouma 1996, p. 84-85

aandelen. Daarmee wordt de verwatering van het belang van de zittende aandeelhouders uitgesteld. Die verwatering leidt vaak, terecht of onterecht, tot een daling van de beurskoers. Dit motief geldt des te meer indien de koers van de bestaande aandelen in het kapitaal van de desbetreffende NV laag is.⁸⁵ In dat geval is ook de uitgifteprijs van nieuwe aandelen laag. Het aantrekken van een door de NV ten doel gestelde hoeveelheid kapitaal kan in dat geval gepaard gaan met de uitgifte van een zo grote hoeveelheid (laaggeprijsde) aandelen dat het belang van de bestaande aandeelhouders in het eigen vermogen te zeer verwatert. De converteerbare obligatielening is dan het kind van de nood. De conversieprijs wordt op het moment van hun uitgifte beduidend hoger gesteld dan de beurskoers van de conversieaandelen. In geval van toekomstige conversie zal dus voor de aandelen een hogere prijs worden 'betaald'. Dit betekent dat minder verwatering van de winst per aandeel zal plaatsvinden.

Tenzij de conversie geheel uitblijft, zal de conversie en daarmee de groei van het kapitaal van de NV in ieder geval worden uitgesteld. Bovendien voorkomt een meer geleidelijke aanwas van kapitaal door verspreiding van de conversie van obligaties over de looptijd van een obligatielening, dat de koers van een aandeel te zeer onder druk komt te staan. Daartegen kan men wel inbrengen dat gedurende de looptijd de dreiging van verwatering 'in de lucht hangt', omdat niet duidelijk is of en wanneer geconverteerd zal worden. Uitstaande converteerbare obligaties kunnen in verband met berekening van de solvabiliteit voor problemen zorgen in het jaarverslag.⁸⁶

Ter illustratie wijs ik op de uitgifte van de convertibles Fortis AMEV 1998/2003⁸⁷ vlak na een afgeblazen uitgifte van aandelen door Fortis AMEV NV.⁸⁸ Overigens gelastte Van der Moolen in dezelfde periode een uitgifte van convertibles af.⁸⁹ Enige maanden later gaat Fortis toch over tot een aandelenemissie.⁹⁰ De markt reageerde daarop met een koersval van het aandeel Fortis.⁹¹

Indien de koers van het onderliggende aandeel zich gunstig ontwikkelt en conversie plaatsvindt, kent de uitgifte van convertibles een theoretisch nadeel in vergelijking tot de onmiddellijke uitgifte van aandelenkapitaal. Bouma meent dat de aldus ontstane situatie moet worden vergeleken met de situatie die zou zijn ontstaan indien men destijds een zuivere lening had opgenomen. Deze zou men hebben kunnen aflossen uit de opbrengst van een aandelenuitgifte, die tegen een gunstiger prijs zou hebben kunnen plaatsvinden dan de conversieprijs.⁹¹

85 Van den Ingh 1993, p. 2.

86 B. van Kalles, 'Verwateringsangst', *FD* 11 september 1999.

87 *FD* 6 oktober 1998, 'Fortis blaast emissie alsnog af na koersval', *FD* 17 en 19 oktober 1998, 'Fortis haalt met convertible f 1,3 mrd op'.

88 *FD* 8 oktober 1998, 'Van der Moolen trekt emissie convertible in'.

89 *FD* 9 januari 1999, 'Fortis waagt zich alsnog aan emissie'.

90 *FD* 12 januari 1999, 'Emissienieuws zet koers Fortis flink onder druk'.

91 Bouma 1996, p. 85. Vergelijk Kõndgen en Daeniker 2000, p. 267, voetnoot 8.

Hier past een opmerking over de in § 6.5 te beschrijven *orange*. Die noemt men wel een ‘mooi-weer-instrument’. De orange wordt aan het einde van de looptijd verplicht geconverteerd tegen een prijs die gelijk is aan de beurskoers van de conversie-aandelen op dat moment, met dien verstande dat de debitrice/conversievennootschap dan altijd voor aflossing mag kiezen. Indien conversie plaatsvindt tegen een lage beurskoers/conversieprijs, leidt de conversie tot uitgifte van een relatief groot aantal aandelen. De NV zal bij een lage beurskoers juist minder goed in staat zijn om de conversie te voorkomen door aflossing in geld. De conversie zal een verdere daling van de beurskoers tot gevolg hebben.⁹²

De convertible is niet alleen bij lage aandelenkoersen een aantrekkelijke wijze van financiering voor de NV. De uitgifte van een convertible wordt gezegd ‘goedkoop’ te zijn in een zogenoemde ‘*hot issue market*’. In een dergelijke markt bestaat grote vraag naar aandelen en zijn de aandelenkoersen dus hoog. De belegger zal dan bereid zijn een relatief groot deel van zijn couponrente ‘af te staan’, omdat zijn rendementsverwachting bij conversie hoog is. Een laag niveau van de marktrente versterkt dit effect, omdat de vermogenskosten van convertibles dan nog lager zijn. Wanneer de rente op obligaties laag is, zal de belegger in convertibles met een nog lagere couponrente genoegen nemen.

Bevordering conversie – Terwijl een conversierecht eerder vooral werd gezien als *sweetener* van obligaties, staat convertibles uitgevende instellingen tegenwoordig vaak daadwerkelijke conversie voor ogen.⁹³ De debitrice/conversievennootschap kan doorgaans beschikken over een aantal instrumenten om conversie te bevorderen. Behalve een relatief lange conversieperiode en een redelijk bereikbare conversieprijs noemt Rietkerk het recht om vervroegd af te lossen (§ 6.2.2), het recht van de debitrice/conversievennootschap om de conversieprijs eenzijdig te verlagen (§ 6.6.2), en de opneming van een anti-verwateringsclausule (§ 6.6.4).⁹⁴ Deze modaliteiten benadrukken het karakter van converteerbare obligaties als toekomstig kapitaal. Dat geldt overigens ook voor andere mogelijke modaliteiten, zoals de automatische conversie (§ 6.5), de *reset*-clausule (§ 6.6.3), de achterstelling van converteerbare obligaties (§ 1.6) en het conversierecht van de trustee (*sleeping investor*-clausule, § 6.9.3).

Andere motieven – Een oorspronkelijk motief voor het gebruik van convertibles heeft te maken met de bestemming van het aangetrokken vermogen. Dit kan worden aangewend voor groei van de onderneming of de overname van (een) andere onderne-

92 Duinker 1995, p. 81-82.

93 Wit 1996, p. 11, stelt op basis van (buitenlandse) bedrijfseconomische literatuur dat bij emittenten van convertibles de wens tot uiteindelijke verkrijging van eigen vermogen overheerst. Zie ook: Haccoû 1959; Stichting economisch onderzoek 1963, p. 126-127; Noordman 1978 Volgens Köndgen en Daeniker 2000, p. 289, geldt het bedoelde motief ook in de Zwitserse praktijk.

94 Rietkerk 1973, p. 399-401.

ming(en).⁹⁵ Vaak is een dergelijke investering laatrenderend. Zij draagt dan pas na een aanloopperiode bij aan de winst van de NV.⁹⁶ Soms ook wordt door uitgifte van convertibles de overnamekas of 'oorlogskas' (aan)gevuld, maar niet meteen aangevend.⁹⁷ De verschaffing van een (converteerbare) obligatielening tijdens de opstartfase van een onderneming of investering is vanuit het oogpunt van de financierende partij minder risicovol dan de deelname in aandelenkapitaal.⁹⁸

Converteerbare obligaties kunnen bij wijze van variabele beloning worden toegerekend aan werknemers.⁹⁹

Wood stelt dat uitgevende instellingen met de uitgifte van equity-linked obligaties mogelijk betere toegang hebben tot investeerders. Het is institutionele beleggers namelijk mogelijk niet toegestaan om rechtstreeks te beleggen in aandelen of warrants.¹⁰⁰

Converteerbare obligaties kunnen, althans in theorie, worden gebruikt ter bescherming tegen door het bestuur van een NV ongewenste overnames. In België worden converteerbare obligaties gebruikt als *poison pills*.¹⁰¹ De conversie is dan afhankelijk gesteld van een openbaar bod op de aandelen van de conversievennootschap of een wijziging in de zeggenschap over die NV (zie ook §§ 7.4 en 7.5). Nadeel van de bescherming met converteerbare obligaties is dat een dergelijke constructie reeds gefinancierd moet worden bij het opzetten ervan. Bij de uitgifte van converteerbare obligaties moet immers al vreemd vermogen worden verschaft. Men kan de uitgifteprijs van de converteerbare obligaties lager stellen naarmate bij conversie meer moet worden bijbetaald. Een andere mogelijkheid zou zijn om bestaande en dus toch al benodigde kredietfaciliteiten als converteerbare leningen vorm te geven.

95 Bijvoorbeeld p. 25 van het prospectus ter zake van de convertibles Stork 1998/2005^o, waarover *FD* 4 maart 1998, 'Stork vult overnamekas met emissie'. Zie ook *FD* 20 maart 1998, 'ASML leent f 600 mln om te groeien. VNU-lening na grote vraag verhoogd'.

96 Bijvoorbeeld Bogerd 1989, p. 9 en p. 10, voetnoot 1.

97 In dat geval 'heeft men het geld niet onmiddellijk nodig', zie *FD* 23 maart 1998, 'Getronics geeft converteerbare obligaties uit' Goulding 2000, p. 89, beschrijft het gebruik van convertibles bij Engelse overnames in de late jaren zestig.

98 Zie P.G.A. van der Hoeven en J.Th. Krebbers, in: Degenkamp e.a. 1989, p. 116, voor ook andere voordelen van de financiering van een buy-out door de verschaffing van een converteerbare obligatielening.

99 Voûte 1991, p. 97; Center Applied Research 2003, p. 110-111. Naar Belgisch recht Benoît-Moury en Croes 2000, p. 59. Over de Zweedse praktijk Skog 2000, p. 245. Een voorbeeld zijn de achtergestelde, in certificaten van aandelen converteerbare personeelsobligaties van Wolters Kluwer, zie Jaarverslag Wolters Kluwer 2000, p. 66-67.

100 Wood 1995, p. 9-6.

101 Benoît-Moury en Croes 2000, p. 60-61; Ernst en Herbosch 2001, p. 107. Zie ook Voogd 1989, p. 215.

Exchangeables – De uitgifte van exchangeables is een manier om financiële kruisverbanden af te wikkelen.¹⁰² Specifieke voordelen zijn dat de toekomstige vereemding van conversieaandelen onmiddellijk vermogen oplevert en de conversieaandelen meer geleidelijk in de markt worden gebracht dan bij verkoop van het desbetreffende belang ineens. Daarnaast schrijft men de uitgevende instelling fiscale motieven toe. Relatief nieuw is dat overheden exchangeables gebruiken om door hen gecontroleerde vennootschappen te privatiseren.¹⁰³

Reverse exchangeables – De debitrice van een reverse exchangeable, vrijwel altijd een bank, kan speculeren op een daling van de koers van conversieaandelen. Wellicht gebruikt zij reverse exchangeables voor het afdekken van *long*-posities in conversieaandelen en het afdekken van volatiliteitsrisico's van optieportefeuilles.¹⁰⁴ Het kan gaan om vermindering van de hoeveelheid door inkoop verkregen eigen aandelen.¹⁰⁵

Essentieel lijkt te zijn dat De Nederlandsche Bank (DNB) het op reverse exchangeables verschafte vermogen rekent tot het zogenoemde aanvullend kapitaal of 'tier 2' vermogen. Dit betekent dat het bijdraagt aan het zogenoemde toetsingsvermogen en meeweegt bij de berekening van de door DNB vereiste solvabiliteitsratio.¹⁰⁶

3.8.3 Obligatiehouder

De rationele belegger wordt bij beslissingen omtrent converteerbare obligaties in belangrijke mate geleid door de waarde van die obligaties. De waardering van converteerbare obligaties is een complex financieel-economisch onderwerp.¹⁰⁷ Eenvoudig gezegd, bestaat de waarde van een convertible uit de obligatiewaarde en de

102 Zie de voorbeelden genoemd in § 3.3.2. Over het gebruik van exchangeables: Calamos 1998, p. 40, B Zevenbergen, 'Siemens past wisseltruc toe met dochter', *FD* 6 juli 2000; C. Cockerill, 'Cross-holdings begin to unwind', *Euromoney* 2001-3; K. Broekhuizen, 'Creatief met bedrijfskapitaal', *FD* 7 april 2001; *FD* 29 november 2002, 'Aventis koopt 'convertible' terug'; Woodson 2002, p. 16

103 D. Reilly en S. Ascarelli, 'History is made (again) in convertible boom; German Issue, biggest ever, is exchangeable for shares of Deutsche Telekom', *Wall Street Journal* 9 juli 2003, H Dixon, 'Nieuwe techniek voor privatisering', *NRC Handelsblad* 9 juli 2003, en Bartjens, 'KPN ruilen voor lage rente', *FD* 10 juli 2003, naar aanleiding van de exchangeables Kreditanstalt für Wiederaufbau 2003/2008 op aandelen Deutsche Telekom

104 B.F.J. de Haas, 'Nederland leert omgekeerd inruilen', *FD* 9 juli 1998

105 Schäfer 2000, p. 75.

106 Van der Zwet 1999, p. 71-73. Zie ook hoofdstuk 4 van het Handboek Wet Toezicht Kredietwezen voor richtlijnen uit hoofde van het solvabiliteits- en liquiditeitstoezicht. De richtlijnen van DNB zijn gebaseerd op het Kapitaal Akkoord van het Bazel Comité uit 1988, waarin internationale afspraken zijn gemaakt over het kapitaalsbeslag van banken. Zie de website van DNB (www.dnb.nl) over de hangende herziening van het Bazelse kapitaalakkoord.

107 Over de waardering van converteerbare obligaties: Bogerd 1989, p. 20-24, Veld en Verboven 1990; Rutchie 1995, p. 303-305; Calamos 1998, p. 19-33 en 155-248, Heeremans, Maas en Liem 2000, p. 9-21; Coxé 2000, p. 19, Noddings, Christoph en Noddings 2001, hoofdstuk 7; Woodson 2002, p. 61-124 en (over de waardering van *mandatory convertible securities*) 220-238.

waarde van het conversierecht. De obligatiewaarde verschaft relatieve veiligheid. Het conversierecht zorgt eventueel voor profijt van waardegroei van de conversieaandelen.

Obligatiewaarde – De obligatiewaarde is de waarde van een converteerbare obligatie als zuivere obligatie, dus buiten beschouwing van het conversiebeding. De obligatiewaarde hangt af van een aantal variabelen, zoals de couponrente, de looptijd, de marktrente, de gegoedheid van de debitrice en bijzondere obligatievoorwaarden zoals eventuele achterstelling en eventuele vervroegde aflosbaarheid. Op een convertible wordt doorgaans een lagere couponrente gesteld dan op een zuivere obligatie. De rente op aan de Euronext Amsterdam Stock Markets genoteerde convertibles ligt meestal tussen 1,5% en 5,5%.¹⁰⁸ Die lagere rente moet worden beschouwd als compensatie voor het conversierecht, vergelijkbaar met een premie voor het schrijven van een call-optie door de conversievennootschap.

Het risico van de convertiblehouder is begrensd. Hij heeft immers de relatief grote zekerheid, behoudens de deconfiture van de debitrice, dat hem regelmatig rente zal worden betaald en dat de hoofdsom zal worden afgelost. De houders van reguliere convertibles zijn daarom, beter dan aandeelhouders, beschermd tegen de koersval van de conversieaandelen.¹⁰⁹ Dit geldt des te meer indien convertibles periodiek opeisbaar zijn (§ 6.3.4). De bescherming ontbreekt indien de convertibles aan het einde van de looptijd automatisch geconverteerd worden (§ 6.5).¹¹⁰

De ‘obligatiebodem’ in de waarde van convertibles valt weg wanneer tijdens de looptijd twijfel ontstaat over de kredietwaardigheid van de debitrice.¹¹¹ Dit verklaart waarom de koers van een zuivere obligatie in het algemeen naar de nominale waarde beweegt naarmate de looptijd verder verstrijkt. Hoe korter de looptijd, des te kleiner de kans dat een risico zich zal manifesteren.

Omdat de couponrente relatief laag is, leent de convertible zich niet direct voor speculatie op hoog rendement door een daling van de marktrente. Het rendement op convertibles hangt mede af van de waarde van de onderliggende aandelen. De strategie van de belegger in converteerbare obligaties is dus mede gericht op de rendementsperspectieven van het onderliggende aandeel.

Een voordeel van de convertible is voor de belegger de vermindering van inflatierisico. Wanneer ontwaarding van de te betalen rente en aflossing dreigt, kan de beleg-

108 Ontleend aan Effectengids 2001/2002.

109 Zie voor een praktijkvoorbeeld B Zevenbergen, ‘Baan geeft AND-obligatiehouders hoop’, *FD* 27 juli 2000

110 Woodson 2002, p. 219-220

111 Zie bijvoorbeeld over de dalende marktwaarde van de convertibles Numico 1999/2004^o en Numico 2000/2005^o, Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o. *FD* 27 september 2002, ‘Twijfel onder beleggers groeit over financiële weerbaarheid Numico’, *FD* 13 november 2002, ‘Kredietwaardigheid Getronics zakt naar nieuw dieptepunt’; *FD* 20 november 2002, ‘Twijfel over voortbestaan Getronics’.

ger kiezen voor aandelen. Convertibles kunnen voorts een alternatief zijn voor een belegging in zuivere obligaties indien de marktrente laag is. Het conversierecht biedt de belegger zicht op extra rendement.

Waarde conversierecht – De conversiewaarde van converteerbare obligaties is de marktwaarde van de conversieaandelen die op enig moment door conversie verkregen kunnen worden (§ 3.4). Daarvan moet worden onderscheiden de waarde van een conversierecht van de obligatiehouder (let wel: obligaties kunnen ook omgekeerd converteerbaar of automatisch te converteren zijn). Een conversierecht heeft gedeeltelijk een speculatieve waarde. Deze component van de waarde van het conversierecht wordt mede bepaald door de lengte van de conversieperiode (de periode waarin geconverteerd kan worden). De nemer van een convertible ‘betaalt’ een investeringspremie voor het conversierecht. Deze premie is te onderscheiden van de conversiepremie (§ 3.4). De investeringspremie is het verschil tussen de obligatiewaarde en de marktwaarde van de convertible (bij uitgifte is dat de uitgifteprijs).¹¹² De investeringspremie is meestal verdisconteerd in andere modaliteiten van de convertible, zoals een relatief lage couponrente. Het is belangrijk te beseffen dat de op enig moment resterende speculatiewaarde verloren gaat indien de conversieperiode onverwacht wordt verkort. Voor de convertiblehouder is het belangrijk of hij wordt beschermd tegen het bedoelde verlies van conversiewaarde. Die bescherming (of het gebrek daaraan) speelt bij gebeurtenissen als vervroegde aflossing (§ 6.2.2), opeising (§ 6.3.3), reorganisatie van de conversievennootschap (§ 7.4) en overname van de conversievennootschap (§ 7.5.5).

Omdat de conversieprijs van convertibles bij hun uitgifte hoger wordt gesteld dan de marktwaarde van het conversieaandeel, is conversie over het algemeen pas opportuun indien de waarde van het conversieaandeel de conversiepremie heeft overbrugd. In dat geval is de marktwaarde van de conversieaandelen hoger dan de conversieprijs van de convertible (plus/minus eventuele bij-/terugbetaling).¹¹³ Men zegt dan dat de desbetreffende obligatie *in the money* is. In het omgekeerde geval is de obligatie *out of the money*. Op de grens daartussen is de obligatie *at the money*. Men spreekt van een *busted* convertible indien een converteerbare obligatie zo ver *out of the money* is dat haar obligatiewaarde veel hoger is dan haar conversiewaarde.¹¹⁴

De koers van convertibles ligt ergens tussen de koers van zuivere obligaties en de koers van de onderliggende aandelen. De koers volgt echter de ontwikkeling van de

¹¹² Calamos 1998, p. 24-25

¹¹³ Zie Rietkerk 1975, over uitzonderingen op de regel dat conversie niet eerder aantrekkelijk is dan wanneer de aandelenkoers boven de conversieprijs is gestegen. Horsten 2004, p. 36, wijst erop dat bij een conversiebeslissing niet alleen de conversieprijs van convertibles en de marktwaarde van conversieaandelen van belang zijn. Een belegger zal ook een afweging maken tussen enerzijds de rente en aflossing die hij – waarschijnlijk – zal kunnen ontvangen als obligatiehouder, en anderzijds de dividenden en koerswinsten die hij – wellicht – zal kunnen ontvangen als aandeelhouder.

¹¹⁴ Woodson 2002, p. 9-10 en (over de investering in *busted* convertibles) 257-292

marktwaarde van de conversieaandelen meer dan de ontwikkeling van de obligatiemarkt.¹¹⁵ De waardestijging of -daling van de convertible kan sterker zijn dan die van het onderliggende effect. Het op een investering in convertibles te behalen rendement kan dus ook groter zijn dan de even grote investering in de onderliggende aandelen. Dit effect wordt *leverage* of hefboomwerking genoemd.¹¹⁶ De hefboomwerking is groter naarmate bij conversie een groter bedrag moet worden bijbetaald.

Het is mogelijk dat conversieaandelen in een andere munteenheid luiden dan de desbetreffende convertibles. Het is dan nodig om een wisselkoers te bepalen. De vaststelling van een wisselkoers bij uitgifte van de convertibles voegt een speculatief element toe.¹¹⁷

Indien NV's zijn omgeven met onzekerheid en risico's, zijn hun aandelen in het algemeen meer volatiel (dat wil zeggen dat hun waarde beweeglijk is).¹¹⁸ Het conversierecht van de obligatiehouder is in dit opzicht te vergelijken met een call-optie. Beide hebben een grotere financieel-economische waarde wanneer de volatiliteit van de koers van de onderliggende aandelen groot is. Het verband tussen de volatiliteit van het conversieaandeel en de couponrente is hier omgekeerd evenredig (anders dan bij reverse exchangeables): hoe groter de een, des te lager de ander. Dit effect kan tot op zekere hoogte worden gecompenseerd door de hogere premie die de belegger in convertibles verlangt vanwege het risicoprofiel van de debitrice/conversievennootschap.

Hedgefondsenvolgen verschillende strategieën. Eén daarvan is *convertible arbitrage*.¹¹⁹ Daarbij combineert men een positie in convertibles met een positie in put-opties op het conversieaandeel.¹²⁰ Arbitrage is overigens een verklaring voor de veel voorkomende daling van de beurskoers van het conversieaandeel bij uitgifte van een converteerbare obligatielening. Dit geldt met name bij de uitgifte van automatisch te converteren obligaties (§ 6.5).¹²¹ Die daling wordt echter ook toegeschreven aan de mogelijke toekomstige verwatering van de aandelen.¹²² Bij eventuele conversie kan

115 Van der Beek en Van Heiningen 1995, p. 19-20, C Linke, 'Converteerbare obligatie sluiptrouwe voor belegger. Hybride beleggingsvorm kent veel addertjes onder het gras voor particulier', *FD* 13 en 15 juni 1998, en Scherrek 1999.

116 Gastineau en Kritzman 2000, p. 166.

117 Wood 1995, § 9-7.

118 Bouma 1996, p. 86-87.

119 In 2001 was dit blijkbaar een van de meest succesvolle strategieën, zie P. Battaes, 'Succes hedge funds verschilt sterk', *FD* 30 januari 2002.

120 Het kan een hedgefonds gaan om de conversiewaarde (bij uitgifte) of de obligatiewaarde (na uitgifte), zie B. Zevenbergen, 'Met paraplu in de VNU-convertible', *FD* 5 mei 2001; *FD* 24 juli 2003, 'In de put met Ahold' Zie over convertible-strategieën (waaronder convertible arbitrage) ook: Bogerd 1989, hoofdstuk 4, Calamos 1998, p. 251-392, Heeremans, Maas en Liem 2000, p. 31-33, Noddings, Christoph en Noddings 2001, hoofdstukken 10-12; Woodson 2002, p. 125-215.

121 P. Elshout, 'Succes converteerbare lening verontrust toezichhouders', *FD* 17 maart 2003. Dezelfde verklaring wordt gegeven voor de extreme daling van de aandelenkoers van bedrijven in financiële nood, zie *FD* 12 maart 2003, 'Corus in de squeeze'.

122 A. Bouwman, 'Koninklijke Olie drukt stempel op AEX', *FD* 7 november 2001.

het sluiten van de ingenomen optieposities (extra) beweging veroorzaken op de optiebeurs.¹²³

Reverse exchangeables – Op reverse exchangeables wordt doorgaans een hogere couponrente gesteld dan op convertibles of zuivere obligaties. De rente op aan de Euronext Amsterdam Stock Markets genoteerde reverse exchangeables ligt meestal tussen 8% en 20%.¹²⁴ Die hogere rente moet worden beschouwd als compensatie voor het grotere risico van de obligatiehouder. De hogere rente is vergelijkbaar met een premie voor het schrijven van een put-optie door de houder van een reverse exchangeable. Het verband tussen de volatiliteit van het conversieaandeel en de couponrente is hier recht evenredig (anders dan bij convertibles): hoe groter de een, des te hoger de ander. De laatstgenoemde hoopt op een gelijkblijvende of stijgende koers van het conversieaandeel. Is dat het geval, dan ontvangt hij aan het eind van de looptijd de hoofdsom van zijn obligatie. Hij ondervindt financieel-economisch nadeel indien de uitgevende instelling de hoofdsom niet in geld aflost, maar de obligaties converteert in aandelen met een lagere beurswaarde dan de genoemde geldsom.¹²⁵

3.9 Warrantleningen (en zelfstandige warrants)

Warrants zijn rechten op de verkrijging van aandelen tegen voorwaarden die bij de uitgifte van de warrants worden vastgesteld.¹²⁶ Zij kunnen worden verleend op nieuwe of bestaande aandelen, in het kapitaal van de debitrice of in dat van een andere vennootschap. De toekenning van warrants kan dienen ter vergoeding van een relatief hoge emissiekoers en/of een relatief lage couponrente van de desbetreffende obligaties.¹²⁷ Men kent warrants ook wel toe om de aantrekkelijkheid van een emissie of een andere transactie te vergroten.¹²⁸

123 B Zevenbergen, 'Getronics-truc stuwt handel lange opties', *FD* 14 december 2001

124 Ontleend aan Effectengids 2001/2002.

125 Over (onder meer) de hoge kosten en risico's van reverse exchangeables: Ritsema 1998; H. Bakkeren, 'Risicovolle obligaties', *FD* 1 februari 2003. J. Koelewijn, 'Ingewikkeld is niet complex', *FD* 19 juli 2003, noemt knock in reverse convertible notes – ik neem aan reverse exchangeables – op aandelen Getronics, die werden uitgegeven toen de aandelen € 10 noteerden en die werden geconverteerd bij een aandelenkoers van 37 eurocent. De risico's van beleggen in omgekeerd converteerbare obligaties blijken ook uit uitspraken van de Klachtencommissie van het *Dutch Securities Institute*. Zie bijvoorbeeld de uitspraken KCD 2002-48, 172, 185 en 2003-34, 47, 114 (binnen te halen van www.stichting-dsi.nl)

126 Over warrants naar Belgisch recht: Benoît-Moury en Croes 2000, p. 27-61. Naar Duits recht: Schäfer 2000, p. 64 en 66. Naar Frans recht: Guyon 2000, p. 109-126. Naar Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 151-154. Naar Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 188-190 en 203-206. Naar Portugees recht: Antunes 2000, p. 212-241. Naar Zweeds recht: Skog 2000, p. 256-259. Naar Zwitsers recht: Köndgen en Daeniker 2000, p. 275-280. Naar Spaans recht: Espinosa 2000, p. 324-328

127 Duinker 1995, p. 75.

128 Goulding 2000, p. 88

In 2002 werd de uitgifte van aandelen Amstelland NV 2002 aantrekkelijker gemaakt met de gelijktijdige toekenning van warrants Amstelland 2002/2007¹²⁹. De schuldsanering van Versatel Telecom International NV (§ 1.5.2) ging gepaard met de uitgifte van warrants aan de zittende (preferente) aandeelhouders¹³⁰. Hetzelfde geldt voor de schuldsanering van Getronics NV in de oorspronkelijk voorgestelde, maar niet doorgevoerde vorm (§ 7.5.2).¹³¹

Onderscheid moet worden gemaakt tussen enerzijds de gedekte of *covered* warrant en anderzijds ongedekte of *naked* warrant. De gedekte warrant is een recht op bestaande aandelen, de ongedekte warrant is een recht op nieuwe aandelen. De houder van de veel minder voorkomende *put*-warrant heeft het recht om een bepaald aantal aandelen tegen een tevoren vastgestelde prijs over te dragen aan de wederpartij die de warrant heeft geschreven.

Een warrantlening (of optielening) is een zuivere obligatielening waarbij aan iedere nemer van een obligatie één of meer warrants op aandelen worden toegekend.¹³² Hoewel de warrantlening lijkt op een converteerbare obligatielening, zijn er wezenlijke verschillen.¹³³ Door de conversie van obligaties ontvangt de obligatiehouder aandelen in plaats van een geldsom. Bij de uitoefening van warrants uit een warrantlening blijven de zuivere obligaties van die warrantlening voortbestaan. De warranthouder moet bij de uitoefening van zijn recht betalen voor, of inbrengen op de te verkrijgen aandelen. Warrants zijn niet onlosmakelijk verbonden aan de desbetreffende obligaties, maar afzonderlijk over te dragen.

Warrants worden vaker als zelfstandige rechten uitgegeven dan dat zij verbonden worden aan een obligatielening. Tot aan het midden van de jaren tachtig worden vooral ongedekte warrants op eigen aandelen uitgegeven door ondernemingen. In zeldzame gevallen wordt warrantdividend uitgekeerd.¹³⁴ Vanaf de jaren tachtig worden vooral gedekte call-warrants uitgegeven door financiële instellingen. In 2001 groeide het aantal uitgiften aanzienlijk.¹³⁵ De bedoelde warrants hebben meestal betrekking op bestaande beurseffecten die door andere instellingen zijn uitgegeven. Een gedekte warrant kan op verschillende waarden betrekking hebben: aandelen (*stock*-

129 Zie het ter zake gepubliceerde prospectus d d. 14 augustus 2002 Schäfer 2000, p. 66, spreekt van *Hucke-Pack-Emissionen*.

130 Versatel prospectus 30 september 2002 deel 2^o, p. 16.

131 Getronics voorlopig prospectus 14 februari 2003^o, p. 43-44.

132 Schäfer 2000, p. 63-64, noemt de *Going-Public-Optionsanleihe*, een bijzondere warrantlening. De desbetreffende warrants geven recht op nieuwe aandelen van de debitrice. De warrants zijn voorwaardelijk uitoefening is mogelijk bij en tot twee jaar na de openbare aanbieding van de aandelen in de debitrice, zoals een *initial public offering* op een effectenbeurs.

133 Over verschillen tussen converteerbare obligatielening en warrantlening ook: Benoît-Moury en Croes 2000, p. 29-31; Kondgen en Daeniker 2000, p. 275. Zie Veld 1989, voor een bedrijfseconomische vergelijking tussen de warrantlening en de converteerbare obligatielening.

134 Duinker 1995, p. 75-78.

135 B. Zevenbergen, 'Exotisch product zet toon op beurs', *FD* 24 januari 2002.

purchase warrant), obligaties (*debt of bond warrant*) en valuta (*currency warrant*). Ook deze warrants zijn in wezen call- of put-opties, omdat zij een (voorwaardelijk) recht geven op de koop of verkoop van onderliggende effecten of valuta. In geval van uitoefening van deze warrants wordt wel gesproken van *physical delivery*. Dit betekent overigens niet dat sprake is van fysieke levering van toondereffecten door bezitsverschaffing. In de eerste plaats kan het gaan om girale levering van een effect aan toonder of op naam in een Wge-depot. In de tweede plaats kan het gaan om levering van een op naam gesteld effect dat niet in een Wge-depot is opgenomen.

De houder van een index-warrant heeft geen recht op koop of verkoop van onderliggende effecten of valuta, maar heeft een (voorwaardelijk) recht op (een overeenkomst tot) verrekening van een koers- of prijsverschil in de zin van artikel 7A:1811 lid 2 BW.¹³⁶ Men spreekt van *cash settlement* op een bepaalde index of een ander pakket effecten of indices. De houder heeft een recht op verrekening op het door hem gewenste tijdstip van een indexwaarde met een vastgestelde uitoefenprijs. De bedoelde indexwaarde is de marktwaarde van een index of een pakket effecten of indices. Het recht op uitbetaling is voorwaardelijk. Slechts indien de indexwaarde de uitoefenprijs van de warrant overstijgt, kan de warrant worden uitgeoefend. De verrekening kan dus niet resulteren in een extra betalingsverplichting van de nemer of latere koper van de warrant. Indien een warrant niet wordt uitgeoefend, vervallen aan het einde van de looptijd alle daaraan verbonden rechten.

De handel in warrants vindt plaats zowel op de Euronext Amsterdam Stock Markets, als buiten de beurs om (*Over The Counter*).¹³⁷ Op de Effectenbeurs worden vooral gedekte, door financiële instellingen uitgegeven warrants verhandeld.¹³⁸ Die warrants moeten worden onderscheiden van op de Euronext Amsterdam Derivative Markets verhandelde opties. Zij verschillen onder meer in looptijd, de onmogelijkheid tot het ongedekt verkopen van warrants (*short gaan*) en plaats van verhandeling.¹³⁹

136 De Wet van 31 oktober 1986 tot wijziging van artikel 1811 van het Burgerlijk Wetboek, *Stb* 1986, 550, is tot stand gekomen om bepaalde optieovereenkomsten (index-opties en *futures*) rechtens te onderscheiden van overeenkomsten van spel en weddenschap in de zin van artikel 7A 1825 BW. Het laatstgenoemde artikel onthoudt een rechtsvordering aan een (natuurlijke) verbintenis uit spel of weddenschap.

137 Zie P. Elshout & J.M. Slagter, 'Beurshausse leidt tot te dure warrants. Banken spelen in op belangstelling voor risicovol beleggen', *FD* 20 en 22 juni 1998, over de prijsvorming van warrants. Twee bijzondere soorten OTC-warrants *fixed term agreements for short term call-options on existing securities (jascons)* zijn kortlopende (ongeveer 2 jaar) OTC call-opties op effecten, *fixed term agreements for long term call-options on existing securities (falcons)* zijn langlopende (ongeveer 5 jaar) OTC call-opties op effecten.

138 Uit bijlage XI Fr (Afspraken omtrent notering van warrants) zou moeten volgen dat alleen ongedekte warrants als primair produkt aan de Euronext Amsterdam Stock Markets worden verhandeld. Gedekte warrants zouden als afgeleide produkten worden verhandeld op de AEX-Optiebeurs (inmiddels: Euronext Amsterdam Derivative Markets). Desalniettemin worden alle beursgenoteerde warrants verhandeld op de Effectenbeurs.

139 Zie Herenga en Stam 1999, p. 9, over deze en andere verschillen.

3.10 Participaties (en participerende obligaties)

3.10.1 Begripsbepaling

Participaties – Participaties zijn tegen betaling verkregen, statutair verankerde, contractuele rechten op (winst)uitkeringen, op een aandeel in het liquidatieoverschot, of op beide.¹⁴⁰ Participaties houden – evenals converteerbare obligaties – het midden tussen obligatie en aandeel.

Wanneer de NV of de vereffenaar de uitkeringen en/of liquidatiegelden betaalbaar stelt, worden de desbetreffende vorderingsrechten (gedeeltelijk) opeisbaar. Het betaalbaar stellen van een (winst)uitkering betekent dat een deel van het desbetreffende vorderingsrecht opeisbaar en daarmee zelfstandig wordt.¹⁴¹ Participaties kunnen op naam, aan order of aan toonder luiden en zijn, tenzij anders overeengekomen, vrij overdraagbaar.¹⁴²

Participerende obligaties – Participaties zijn geen obligaties, omdat het betaalde vermogen niet, zoals de hoofdsom van obligaties, het nominale bedrag vormt van een geldschuld. Participaties kunnen wel onlosmakelijk aan een obligatie worden verbonden; ik spreek in dat geval van participerende obligaties.¹⁴³ Het is zelfs mogelijk om participaties te verbinden aan obligaties met een eeuwigdurende looptijd: perpetuele participerende obligaties. Ook zonder geldschuld kan aan participaties een nominaal bedrag worden toegekend. Dat is dan slechts een rekeneenheid om de deelgerechtigdheid te bepalen tot de totale (winst)uitkering en/of het liquidatieoverschot.

Converteerbare participaties en converteerbare participerende obligaties – Participaties en participerende obligaties kunnen in theorie converteerbaar zijn. Converteerbare participaties komen bij mijn weten in Nederland niet voor.¹⁴⁴ In Oostenrijk zette men *Partizipationsscheinen* om vanwege een gebrek aan belangstelling van beleggers. De omzetting vond aanvankelijk plaats als een combinatie van inkoop van

140 Deze definitie wijkt af van wat men over het algemeen verstaat onder een winstbewijs. Een deel van de door mij aangehaalde literatuur heeft alleen betrekking op winstbewijzen, maar wordt niettemin door mij betrokken op participaties.

141 Een zelfstandig geworden vorderingsrecht op (winst)uitkering kan mijns inziens worden beschouwd als de vrucht van de desbetreffende participatie. Men zou daartegen kunnen inbrengen dat de (winst)uitkering ten laste komt van de substantie van de participatie, zie Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 76.

142 De termen 'participatiebewijs' en 'winstbewijs' zijn enigszins misleidend. Zij wekken de indruk dat altijd een bewijs zou moeten worden afgegeven.

143 Mijn beschouwingen omtrent participaties gelden over het algemeen dikwijls ook voor participerende obligaties. Korthedshalve vermeld ik de laatstgenoemde alleen indien dat in een bepaalde context geboden is.

144 Bogerd 1989, p. 8, 13 en p. 16-17 (voetnoot 1), noemt enige (Duitse en Belgische) voorbeelden. Zie ook Karollus (*Aktiengesetz IV* 1994), § 221, aant. 165-167, over Duits recht met betrekking tot *Wandel-Genußrechte*.

participaties tegen de uitgifte van aandelen (met bijbetaling), later werd zij bij wet geregeld.¹⁴⁵

De conversie van participerende obligaties verschilt niet wezenlijk van de conversie van obligaties waaraan geen participatie is verbonden. Perrick en De Serièrè maken melding van een in de praktijk voorkomende mengvorm van winstbewijs en achtergestelde, al dan niet converteerbare obligatie.¹⁴⁶

Onderscheid van aandelen – Participaties kunnen in meer of mindere mate lijken op een aandeel in het kapitaal van een NV. Participaties zijn geen aandelen. Een aandeel is een aandeel indien het als zodanig is uitgegeven.¹⁴⁷ Het voor een participatie betaalde vermogen draagt niet bij aan het geplaatste aandelenkapitaal of de agio-reserve. De houder van een participatie heeft bovendien niet dezelfde organisatie-rechtelijke positie als de aandeelhouder. Aan participatiehouders kunnen slechts bevoegdheden worden toegekend die niet dwingendrechtelijk aan de aandeelhouders zijn voorbehouden.¹⁴⁸ Hun kan geen stemrecht in de avo worden toegekend. Participatiehouders vormen geen orgaan van de vennootschap, artikel 2:78a BW. Zij gelden wel als betrokkenen in de zin van artikel 2:8 BW, omdat participaties deels een statutaire grondslag hebben (§ 3.10.3). Een besluit van een orgaan van de NV is vernietigbaar indien het in strijd is met de redelijkheid en billijkheid die jegens de participatiehouder in acht moet worden genomen, artikel 2:15 lid 1 aanhef en onder b BW.¹⁴⁹ Men kan een vergadering van participatiehouders instellen die algemeen verbindende besluiten kan nemen. Participaties kunnen onder trustverband worden gesteld.

3.10.2 *Financiering en bescherming*

Zoals uit de in § 3.10.1 gegeven definitie van participaties blijkt, worden zij (anders dan meer gangbare winstbewijzen) uitgegeven tegen betaling. Dit maakt ze in beginsel geschikt als instrument ter financiering van de NV. De beursnotering van participaties is mogelijk.¹⁵⁰ Van der Grinten stelt in 1991 grote aarzelingen te hebben over de vraag of participaties toekomst hebben in de Nederlandse ondernemingsfinanciering. Hoewel het voor de vennootschap interessant is vermogen aan te kunnen trekken zonder enig stemrecht te geven, vraagt hij zich af of de belegger bijzonder

¹⁴⁵ Nowotny 2000, p. 208-209

¹⁴⁶ Perrick en De Serièrè 1991, p. 16

¹⁴⁷ Eisma 1991, p. 36.

¹⁴⁸ Asser/Macijer 2-III 2000, nr. 198. Men noemt in ieder geval: vergaderrechten, recht tot voordracht of benoeming van commissarissen, recht van enquête. Zie: Van der Grinten 1991/2, p. 126; Eisma 1991, p. 32; Handboek 1992, nr. 194; Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 290; Pitlo/Raaijmakers 2000, nr. 5.25.

¹⁴⁹ Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 291.

¹⁵⁰ Zie echter Eisma 1991, p. 34-35, over de onduidelijke voorwaarden in artikel 6 lid 8 Fr.

gecharmeerd zal zijn van deze stukken.¹⁵¹ Eisma toont zich in hetzelfde jaar wel hoopvol.¹⁵² Tot op heden is echter gebleken dat in de openbare kapitaalmarkt participaties niet of nauwelijks worden gebruikt als financieringsinstrument. Een reden voor het geringe gebruik van participaties kan de rechtsonzekerheid zijn waarmee zij zijn omgeven (§ 3.10.11). Een andere reden lijkt de fiscale behandeling te zijn van inkomsten verkregen door handel in participaties en door de uitbetaling van ondernemingswinsten op participaties.¹⁵³ Ik laat de fiscale aspecten van participaties verder buiten beschouwing.

Twee ontwikkelingen in het vennootschapsrecht zullen participaties wellicht opnieuw in de belangstelling plaatsen. De eerste is de toenemende aandacht voor *corporate governance* en, als onderdeel daarvan, de zeggenschap van de aandeel- en certificaathouder. Eén van de concrete resultaten van die aandacht is dat de zeggenschap van laatstgenoemden zal toenemen door de voorgestelde wijziging van Boek 2 van het BW in verband met aanpassing van de structuurregeling (wetsvoorstel 28 179). De tweede ontwikkeling is het voorstel voor de Dertiende EG-richtlijn inzake overnamebiedingen.¹⁵⁴ De vanwege de Dertiende Richtlijn te implementeren regels verbieden een aantal maatregelen waarmee NV's zich beschermen tegen overnamebiedingen. De genoemde ontwikkelingen maken participaties wellicht tot een aantrekkelijker alternatief voor de financiering en de bescherming van de NV met aandelen en certificaten.

Voor de uitgifte van meer gangbare winstbewijzen (niet tegen betaling van geld) wordt een aantal motieven genoemd. Maeijer legt uit dat winstbewijzen wel worden gecreëerd en uitgegeven aan oude aandeelhouders bij het 'opengaan' van familiale vennootschappen en om de inschrijving op een bepaald aantal aandelen bij emissies extra aantrekkelijk te maken.¹⁵⁵ Meer gebruikte winstbewijzen zijn oprichtersbewijzen die wegens verleende diensten aan de oprichters van een vennootschap kunnen worden toegekend. Maeijer noemt ook nog de uitreiking van winstbewijzen (restantbewijzen of *actions de jouissance*) bij wijze van tegemoetkoming aan aandeelhouders bij kapitaalvermindering.¹⁵⁶ Van der Grinten noemt nog de inbreng van een onderneming waarbij de goodwill niet wordt gewaardeerd als inbreng, maar met winstbewijzen wordt gehonoreerd.¹⁵⁷

151 Eisma 1991 (Verslag discussie), p. 120

152 Eisma 1991, p. 27-41 en p. 119-125

153 Galavazi en Van Wilsum 1988, vinden dat participaties voor doeleinden van de Nederlandse belastingwetten met aandelen gelijkgesteld dienen te worden

154 Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, COM (2002) 534 def.

155 Een voorbeeld van beursgenoteerde winstbewijzen. Effectengids 2001/2002, fonds G165 (Petroleum-Maatschappij 'Moeara Enim' NV)

156 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 198

157 Handboek 1992, nr. 194.

3.10.3 Statutaire en contractuele grondslag

Participaties vloeien voort uit een overeenkomst tussen de NV en de participatiehouder. Men gaat er over het algemeen van uit dat participaties een statutaire grondslag hebben. Uit de artikelen 2:23b lid 1 en 105 lid 1 BW volgt namelijk dat een statutaire regeling is vereist voor de overdracht van (een deel van) het liquidatieoverschot aan anderen dan de aandeelhouders resp. voor het niet uitsluitend aan aandeelhouders ten goede laten komen van de winst.¹⁵⁸ Strikt genomen is er geen statutaire basis nodig voor de *toekenning van rechten op* (winst)uitkeringen en op het liquidatieoverschot, maar voor de daadwerkelijke uitkering daarvan.¹⁵⁹ Bij gebreke van een statutaire grondslag zouden deze rechten echter zuiver contractueel zijn. De eventueel verschuldigde (winst)uitkeringen of liquidatiegelden kunnen dan niet zonder meer worden betaald.¹⁶⁰

De aan participaties verbonden winstrechten moet men onderscheiden van winstrechten die zonder statutaire voorziening zijn toegekend aan anderen dan aandeelhouders (zoals bestuurders, commissarissen en personeel).¹⁶¹ Het gaat daarbij echter niet om rechten op de winst zoals die blijkt na vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening, maar om winst die ten laste komt van het resultaat zoals dat uit de winst- en verliesrekening blijkt.¹⁶² In § 3.7 noemde ik de mogelijkheid van winstdelende obligaties.

In dezelfde categorie vallen zuiver contractuele vorderingsrechten die zijn gerelateerd aan het liquidatiesaldo. Faber maakt melding van de voorwaarde van een – aan het einde van de looptijd automatisch te converteren (§ 6.5) – obligatielening, krachtens welke de obligatiehouders bij de ontbinding van de vennootschap zullen zijn gerechtigd tot een bedrag gelijk aan het totaal van de liquidatie-uitkering die zij, indien zij op de ontbindingsdatum hun obligatie zouden hebben geconverteerd, bij wege van liquidatie-uitkering op de conversieaandelen zouden hebben ontvangen, alsmede de rente tot de liquidatiedatum. Indien de vennootschap in faillissement ontbonden wordt, zullen de obligatiehouders gerechtigd zijn tot een uitkering gelijk aan het nominale bedrag van hun obligaties, nadat alle overige geverifieerde schuldeisers

158 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 198; Handboek 1992, nr. 194, Van der Grinten 1991/2, p. 123, Eisma 1991, p. 37-38; Pitlo/Raaijmakers 2000, nr. 5 25. Wanneer men schrijft over winstbewijzen, volstaat men logischerwijs met een verwijzing naar het laatstgenoemde artikel.

159 Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 288-289.

160 Het is twijfelachtig of de *ava* zonder statutaire voorziening (jaarlijks) tot een uitkering aan participatiehouders kan beslissen. Zie Eisma 1991, p. 37-38.

161 Handboek 1992, nr. 333. Van der Grinten stelt dat de winstrechten kunnen worden toegekend indien en voor zover zij verbonden zijn aan prestaties jegens de vennootschap in de periode waarop het winstrecht betrekking heeft.

162 Vergelijk de woorden van Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 145: 'Onder deze andere gerechtigden zijn niet begrepen tantiëmegerechtigden of winstdelingsgerechtigden voor zover aan dezen verschuldigde uitkering is begrepen in hun loon of honorarium en geboekt wordt als post 'boven de streep' waaronder eerst de voor uitkering vatbare vennootschappelijke winst compareert.'

volledige betaling zullen hebben ontvangen van het bedrag waarvoor zij zijn geverifieerd.¹⁶³ Dergelijke voorwaarden geven de (converteerbare) obligatie in zekere zin het karakter van (uitgesteld) kapitaal (§ 3.8.2).

De combinatie van een contractuele en een statutaire grondslag komt tot uitdrukking in artikel 2:122 BW. Daarin is bepaald dat de wijziging van een statutaire bepaling, waarbij aan een ander dan aan aandeelhouders der vennootschap als zodanig enig recht is toegekend, indien de gerechtigde in de wijziging niet toestemt, aan diens recht geen nadeel kan toebrengen. Dit is slechts anders indien ten tijde van de toekenning van het recht de bevoegdheid tot wijziging bij die bepaling uitdrukkelijk was voorbehouden.

3.10.4 Uitgiftebevoegdheid

De bevoegdheid om te besluiten over de uitgifte van participaties berust in beginsel bij de ava.¹⁶⁴ De statuten kunnen deze bevoegdheid toekennen aan een ander orgaan, zoals het bestuur. Men leidt deze bevoegdheidsverdeling wel af uit artikel 2:107 lid 1 BW.¹⁶⁵ Blanco Fernández en Schwarz menen echter dat de in beginsel geldende bevoegdheid van de ava veeleer voortvloeit uit het feit dat de uitgifte direct van invloed kan zijn op de winstaanspraken van de aandeelhouders (artikel 2:105 BW).¹⁶⁶ Dat is terecht. Hetzelfde geldt mijns inziens voor aanspraken op het liquidatieoverschot.

De bevoegdheid om de NV ter zake van de uitgifte van participaties te vertegenwoordigen, berust in beginsel bij het bestuur. Het is de vraag of het ontbreken van een rechtsgeldig besluit in de weg staat aan de uitgifte van participaties. Ik volg hier dezelfde gedachtegang als in §§ 2.3.6 en 2.3.7 ten aanzien van de uitgifte van aandelen. Wanneer een besluit tot uitgifte van participaties geheel ontbreekt, nietig is of vernietigd wordt, ontbreekt een constitutief element van de uitgifte: de op uitgifte gerichte wil van de NV. De rechtshandeling van uitgifte komt dan in beginsel niet tot stand. De vertegenwoordigingsregeling van artikel 2:130 lid 3 BW is hier niet toepasselijk. Artikel 2:16 lid 2 BW is hier wel toepasselijk.¹⁶⁷

3.10.5 Voorkeursrechten

Bij de uitgifte van participaties acht men het wettelijk voorkeursrecht niet van toepassing, maar wijst men wel op de mogelijkheid van een statutair voorkeursrecht.¹⁶⁸

¹⁶³ Faber 1993, p. 103

¹⁶⁴ Ook naar Duits recht komt de bevoegdheid tot uitgifte van *Genußrechten* toe aan de ava. Zie § 221 Abs. 3 j° 1 AktG.

¹⁶⁵ Handboek 1992, nr. 194, Eisma 1991, p. 38.

¹⁶⁶ Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 289.

¹⁶⁷ Van der Grinten 1991/2, p. 124. Vergelijk Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 289.

¹⁶⁸ Van der Grinten 1991/2, p. 123, Eisma 1991, p. 38 en 39

De analoge toepassing van artikel 2:96a BW is naar mijn mening op haar plaats.¹⁶⁹ Het in artikel 2:96a BW vervatte voorkeursrecht van aandeelhouders op nieuwe aandelen wordt in de parlementaire geschiedenis als volgt toegelicht.

‘[...] Nieuwe aandeelhouders hebben immers hun aandeel in het gehele vermogen van de n.v., ook op de winsten die zijn gemaakt en ingehouden in de tijd voordat zij aandeelhouder werden. Wanneer nu aandelen worden uitgegeven tegen een lagere koers dan de intrinsieke waarde (het eigen vermogen van de n.v. gedeeld door het aantal aandelen), dan daalt de intrinsieke waarde van de al uitstaande aandelen

In niet te grote n.v.’s speelt bovendien een rol dat door uitbreiding van het aantal stemmen de invloed van een bestaande aandeelhouder vermindert, al staat daar tegenover dat hij die invloed houdt in een gegroeide en dus vaak belangrijker geworden n.v. Om deze mogelijke nadelen voor bestaande aandeelhouders op te vangen, geeft artikel 29 van de richtlijn hun in verhouding tot elks aandelenbezit een voorkeursrecht op de nieuw uit te geven aandelen, indien de aandelen tegen inbreng van geld worden uitgegeven. Maken zij van dit voorkeursrecht gebruik, dan blijven hun deelgerechtigdheid en hun stemrecht procentueel even groot.’¹⁷⁰

De door de wetgever gevolgde gedachtegang geldt voor een belangrijk deel ook voor de uitgifte van participaties. Alleen het argument met betrekking tot de vermindering van de invloed van bestaande aandeelhouders geldt niet of slechts gedeeltelijk. Aan participaties kunnen immers geen stemrechten, en slechts in beperkte mate andere organisatierechtelijke rechten worden verbonden.

3.10.6 (Winst)uitkeringen

Artikel 2:105 lid 1 BW schrijft voor dat de winst de aandeelhouders ten goede komt, *voor zover bij de statuten niet anders is bepaald*. Dit betekent dat de vennootschap statutaire winstrechten kan toekennen aan participatiehouders. De uitkeringen in de zin van artikel 2:105 lid 2 BW komen niet altijd ten laste van de winst. De uitkeringen, ook die aan participatiehouders, kunnen ten laste komen van de vrije reserves. De uitkering aan participatiehouders kan alleen plaatsvinden voor zover na vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening blijkt dat zij geoorloofd is.¹⁷¹

Men moet winstuitkeringen onderscheiden van een van de bedrijfswinst afhankelijke rentebetaling. De winstafhankelijke rentebetaling wordt als last uit de gewone bedrijfsuitoefening opgenomen op de winst- en verliesrekening, zie artikel 2:377 lid 3 aanhef en onder o of lid 4 aanhef en onder k BW.

¹⁶⁹ Naar Duits recht hebben de aandeelhouders een wettelijk voorkeursrecht op *Genußrechte*, § 221 Abs 4 AktG

¹⁷⁰ *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr. 3, p. 7

¹⁷¹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 145 en 198, Van der Grinten 1991/2, p. 126.

Eisma ziet een grote mate van vrijheid om te bepalen of en in welke mate de participatiehouder deelt in de winst. Hij denkt aan een scala van mogelijkheden, te beginnen met een vast, niet-cumulatief percentage van het nominale bedrag van de participatie, tot deling op gelijke voet met gewone aandelen. Eisma onderkent echter ook grenzen aan de bedoelde vrijheid, vanwege 'het karakter van kapitaalsassociatie'.¹⁷² Inmiddels kent de wet de uitdrukkelijke bepaling dat geen van de aandeelhouders geheel kan worden uitgesloten van deling in de winst, artikel 2:105 lid 9 BW.¹⁷³ Het is niet duidelijk in welke gevallen van een gehele uitsluiting sprake is. Het is naar mijn mening wel mogelijk de winstrechten van participatiehouders voorrang te verlenen boven die van de aandeelhouders. Een vergelijking met preferente aandelen dringt zich op. De winstrechten van de participatiehouders moeten echter beperkt blijven tot aanvaardbare proporties. Daarvan is in ieder geval geen sprake indien de achtergestelde winstrechten van aandeelhouders geen reële kans bieden op daadwerkelijke uitkeringen.

De rechten van participatiehouders worden indirect beïnvloed door de wijze waarop wordt beschikt over de vennootschappelijke winst. Deze kan bijvoorbeeld worden aangewend ten behoeve van de financiering van de NV. Bij de winstbestemming dient men de belangen van de participatiehouders, zoals die van minderheidsaandeelhouders, naar redelijkheid en billijkheid in acht te nemen.¹⁷⁴ Ik laat deze kwestie verder buiten beschouwing.

3.10.7 Rechten op liquidatieoverschot

Artikel 2:23b lid 1 BW schrijft voor dat hetgeen na de voldoening der schuldeisers van het vermogen van de ontbonden rechtspersoon is overgebleven, door de vereffenaar wordt overgedragen in verhouding tot ieders recht aan hen die krachtens de statuten daartoe zijn gerechtigd, of anderszins aan de leden of aandeelhouders. Dit betekent dat de vennootschap statutaire rechten op het liquidatieoverschot kan toekennen aan, bijvoorbeeld, de participatiehouder.

Eisma meent dat ook hier een grote mate van vrijheid bestaat om de aanspraken van participatiehouders te bepalen; een vast bedrag, een breukdeel op het overschot, op gelijke voet met de aandeelhouders, bij voorrang op de aandeelhouders, etc. Hij is echter van mening dat men niet kan bepalen dat de aandeelhouders in het geheel niet delen in het liquidatieoverschot. Hij baseert zijn mening op het vervallen artikel 2:168 BW (oud) en op het in § 3.10.6 genoemde karakter van kapitaalassociatie.¹⁷⁵

¹⁷² Eisma 1991, p. 32. Zie ook Winter 1995, p. 117.

¹⁷³ Deze regel was voorheen neergelegd in paragraaf 12 Dep. RI. en werd gecodificeerd bij Wet van 22 juni 2000 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de herziening van het preventief toezicht bij oprichting en wijzigingen van statuten van naamloze en besloten vennootschappen (*Stb* 2000, 283), i w tr. 1 september 2001 (*Stb* 2001, 368).

¹⁷⁴ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 198; Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 291-292.

¹⁷⁵ Eisma 1991, p. 31

De huidige wettekst wijkt af van artikel 2:168 BW (oud), juist op het punt van de door Eisma essentieel geachte bewoordingen van het vervallen artikel. Dat bepaalde dat het liquidatieoverschot wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders *en* andere recht-hebbenden. Het huidige artikel 2:23b lid 1 BW spreekt van overdracht aan hen die krachtens de statuten daartoe zijn gerechtigd *of anders* aan de leden of aandeelhouders. Deze formulering, en het ontbreken van een wettelijk verbod (anders dan in artikel 2:105 lid 9 BW ten aanzien van de winstuitkering) brengt mij tot het standpunt dat men de aandeelhouders geheel kan uitsluiten van deling in het liquidatieoverschot.

3.10.8 Verwerking in jaarrekening

Het is de vraag hoe het voor participaties betaalde vermogen moet worden verwerkt in de jaarrekening van de uitgevende NV. Eisma bepleit dat de opbrengst van de uitgifte van participaties rechtstreeks ten gunste van het eigen vermogen wordt verwerkt en aan de overige reserves wordt toegevoegd. Hij keert zich tegen de opname van de opbrengst als buitengewone bate in de winst- en verliesrekening (artikel 2:377 lid 1 aanhef en onder b BW). Zijn argument is dat de opbrengst niet een bijdrage is voor de exploitatie van de onderneming van de NV, maar beter vergelijkbaar is met storting op aandelen boven hun nominale bedrag.¹⁷⁶ Ook Van der Grinten gaat uit van een boeking als vrije reserve.¹⁷⁷ Uit het oogpunt van het inzietsvereiste van artikel 2:362 BW verdient de rechtstreekse verwerking in de balans ook naar mijn mening de voorkeur. Daarbij past de kanttekening dat de verwerking als overige reserve een betrekkelijke betekenis heeft. Deze is niet méér dan dat ooit een bepaald bedrag voor de participaties is betaald. De overige reserve is een vrije reserve. Dat betekent dat deze ook weer kan verdwijnen door uitkeringen of door de delging van verlies. De verwerking via de winst- en verliesrekening draagt evenzeer bij aan het eigen vermogen (in de betekenis van het vermogenssaldo van de NV) vanwege een grotere bedrijfswinst of een kleiner verlies.

Indien men de opbrengst van participaties in de balans verwerkt, zou dit aan het licht moeten komen door de toelichting op het verloop van het eigen vermogen gedurende het boekjaar, artikel 2:378 lid 1 BW. Ook indien de opbrengst van participaties niet in de balans wordt opgenomen, dient men de participaties in de toelichting te vermelden, artikel 2:381 BW. Een opgave van het aantal winstbewijzen en soortgelijke rechten met vermelding van de bevoegdheden die zij geven, behoort ook tot de overige gegevens die het bestuur aan de jaarrekening en het jaarverslag moet toevoegen, artikel 2:392 BW. Het bestuur kan in het boekjaar van uitgifte ook de opbrengst en voorwaarden van de participaties vermelden, maar is daartoe niet verplicht.¹⁷⁸

¹⁷⁶ Eisma 1991, p. 40, 121 en 123-125.

¹⁷⁷ Van der Grinten 1991/2, p. 124.

¹⁷⁸ Onder de vigeur van artikel 17 lid 1 Handelsregister (oud) moest opgave worden gedaan van (kort gezegd) geleende gelden, verkregen door de uitgifte van schuldbrieven. Eisma 1991 (Verslag discussie), p. 120, betoogde – anders dan Van der Grinten – dat participatiebewijzen niet aan het handelsregister hoefden te worden opgegeven.

Een andere kwestie betreft participaties die recht geven op (een deel van) het liquidatieoverschot. Het lijkt mogelijk dat voor de desbetreffende 'liquidatieschuld' van de NV een statutair gebonden reserve kan worden gevormd, althans voor zover de omvang van de schuld nominaal bepaalbaar is. De reserve kan worden gevormd uit de opbrengst van de participaties. Met het binden ervan bereikt men een zekere bescherming van de participatiehouders. Ten laste van de gebonden reserves kan dan immers geen vermogen worden overgedragen aan aandeelhouders en andere (winst)uitkeringsgerechtigden (bijvoorbeeld door een uitkering of de inkoop van aandelen). De statutaire reservering van de liquidatieschuld zou ertoe leiden dat deze op de balans van de NV moet worden gerubriceerd onder het eigen vermogen, artikel 2:373 lid 1 aanhef en onder e BW. Het resultaat is dan eigen vermogen met een contractuele grondslag.

Vraag is of de statuten ook kunnen voorzien in een gebonden reserve voor de hoofdsom die de NV verschuldigd is vanwege – al dan niet perpetuele, al dan niet participerende – obligaties. Ik neem aan van niet, omdat dit tot een balanstechische incongruentie zou leiden. De desbetreffende statutair gebonden reserve zou tot het eigen vermogen behoren, terwijl obligaties als vreemd vermogen gelden, artikel 2:375 lid 1 aanhef en onder a BW.

3.10.9 Inkoop

De heersende opvatting is dat men artikel 2:98 lid 2 onder a BW analogisch moet toepassen op de verkrijging van eigen participaties.¹⁷⁹ Het doel van de inkoopregeling is dat het vermogen van de NV niet te zeer wordt aangetast ten nadele van potentiële crediteuren (en voorts dat begunstiging van bepaalde aandeelhouders boven andere zoveel mogelijk wordt voorkomen).¹⁸⁰ De inkoop van participaties mag evenmin ten koste gaan van het gebonden vermogen van de vennootschap. De rechten van participatiehouders op (winst)uitkering en/of op het liquidatieoverschot hebben betrekking op hetgeen resteert van het NV-vermogen nadat haar schulden zijn voldaan (in een bepaald boekjaar of bij liquidatie). Een onbegrensde inkoopmogelijkheid zou erop neerkomen dat de achtergestelde positie van de participatiehouders in feite wordt omgezet in een meer bevoorrechte positie. Er bestaan dus goede gronden de inkoop slechts toe te staan, via analoge toepassing van artikel 2:98 lid 2 onder a BW, voor zover het niet-gebonden deel van het eigen vermogen daartoe ruimte biedt.

Of participaties door inkoop tenietgaan, hangt af van hun vermogensrechtelijke verschijningsvorm en van een eventueel beding. Men vergelijk § 6.4 over de inkoop van converteerbare obligaties.

¹⁷⁹ Asser/Macijer 2-III 2000, nr. 198; Handboek 1992, nr. 194, Van der Grinten 1991/2, p. 126, Eisma 1991, p. 39.

¹⁸⁰ Asser/Macijer 2-III 2000, nr. 153

3.10.10 *Risico zonder zeggenschap*

De uitgifte van participaties is een alternatief voor de uitgifte van aandelen, omdat daarmee eigen vermogen wordt vergaard, zonder dat de verschaffers daarvan zeggenschap verkrijgen. Participaties zijn vergelijkbaar met stemrechtloze aandelen. Dat geldt *a fortiori* voor perpetuele participerende obligaties. Stemrechtloze aandelen zijn naar Nederlands recht echter onmogelijk. Het stemrecht is een wezenseigenschap van het aandeel.¹⁸¹ Dat roept de vraag op of participaties en (perpetuele) participerende obligaties toelaatbaar zijn. De Anglo-Amerikaanse idee dat de kapitaalverschaffer (de aandeel- en certificaathouder) zeggenschap moet hebben, maakt opgang. Wellicht geldt hetzelfde voor de verschaffer van ander risicodragend vermogen. In dat geval zou de uitgifte van participaties en (perpetuele) participerende obligaties nietig kunnen zijn wegens strijd met dwingende wetsbepalingen, met name artikel 2:118 lid 1 BW, of met de openbare (vennootschappelijke) orde, artikel 3:40 leden 1 en 2 BW.¹⁸²

Ik zie geen principiële bezwaren tegen financiering door de uitgifte van participaties. Het is een dwingend uitgangspunt van ons vennootschapsrecht dat de aandeelhouder voor zijn risico een vergoeding ontvangt in de vorm van zeggenschap en winstgerechtigdheid. Voor andere financieringsinstrumenten geldt echter niet dat het dragen van risico per se zeggenschap met zich brengt. In de woorden van Eisma: het is wel een regel van dwingend recht dat aan aandelen stemrecht is verbonden, maar het is niet een eis van dwingende rechtvaardigheid dat de deeltgerechtigde in het eigen vermogen of – zo men wil – risicodragend vermogen, zeggenschap moet hebben.¹⁸³

3.10.11 *Wettelijke regeling*

Het wettelijke stilzwijgen omtrent participaties kan men beschouwen als een voordeel. Het biedt grote vrijheid bij hun vormgeving. Anderzijds kan rechtsonzekerheid ertoe bijdragen dat participaties geen rol van betekenis vervullen in de financieringspraktijk. Om die reden lijkt het goed een wettelijke regeling van participaties te treffen. Een regeling van participaties is minder vreemd aan het vennootschapsrecht dan een regeling van stemrechtloze aandelen.¹⁸⁴

¹⁸¹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 282.

¹⁸² Volgens Blanco Fernández en Schwarz 1992, p. 288, heeft de participatieovereenkomst de strekking artikel 2:118 BW te ontduiken en wordt deze getroffen door het dwingendrechtelijke verbod van artikel 3:40 lid 1 BW, indien partijen beogen aandelen zonder stemrecht te creëren én daartoe een contractuele relatie in het leven roepen die, gezien de uit de overeenkomst voortvloeiende verbintenissen, daartoe leidt. Toch zien zij geen bezwaren tegen participaties indien de participatiehouder behoorlijk wordt beschermd.

¹⁸³ Eisma 1991, p. 36-37.

¹⁸⁴ Vergelijk mijn suggesties met het voorstel voor een wettelijke regeling van stemrechtloze aandelen. Buys 1995, p. 57-58.

Het voert te ver om hier een gedetailleerd voorstel te doen. Ik maak slechts enkele opmerkingen. De wetgever kan goeddeels aanknopen bij bestaande wetsartikelen. De volgende onderwerpen zouden aan bod moeten komen: de bevoegdheidsverdeling bij besluitvorming omtrent uitgifte; de begrenzing van de inkoop; de voorkeursrechten van zittende aandeelhouders op participaties; de verwerking in de jaarrekening. Het lijkt mij juist om participatiehouders rechten toe te kennen die de wet nu toekent aan houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten. Men kan bepalen dat rechten van participatiehouders op (winst)uitkeringen en liquidatiegelden niet verder kunnen strekken dan rechten van aandeelhouders. Ook kan men de uitgifte van participaties limiteren door een absolute of relatieve bovengrens te stellen.

3.11 Converteerbare aandelen

Soorten aandelen – Aandelen verschillen in soort, indien bij de statuten is bepaald dat daaraan ongelijke rechten en/of verplichtingen zijn verbonden, anders dan in evenredigheid van hun nominale bedragen, artikel 2:92 lid 1 BW.¹⁸⁵ Tussen aandelen zijn vele soortverschillen denkbaar, zoals in nominale waarde, dividendgerechtigdheid, zeggenschap en goederenrechtelijke verschijningsvorm.

Begripsbepaling – Conversie van aandelen is omzetting van aandelen van de ene soort in aandelen van de andere soort krachtens een statutair mechanisme. Converteerbaarheid vereist een statutaire grondslag omdat – zoals gezegd – de soort van aandelen statutair is bepaald. Zonder die grondslag is hoogstens sprake van een obligatoire verbintenis tot wijziging van de statuten. Bij de nakoming daarvan moeten de statuten alsnog worden gewijzigd. De zekerheid van een tot wijziging gerechtigde aandeelhouder is daarmee niet gediend.¹⁸⁶

Zaman duidt conversie van aandelen als rechtsfiguur *sui generis*, kennelijk omdat zij niet in de wet is geregeld.¹⁸⁷ De duiding als figuur *sui generis* heeft mijns inziens weinig betekenis. Relevant is slechts of de conversie gepaard gaat met wettelijk geregelde rechtshandelingen, zoals uitgifte of intrekking van aandelen (zie hieronder in deze paragraaf). Van Olffen noemt conversie een figuur *sui generis* indien daarbij de nominale waarde van de aandelen gelijk blijft. De betekenis daarvan is volgens hem dat de geconverteerde aandelen dan – met het oog op artikel 2:86/196 lid 2 onder a BW – ‘krachtens con-

185 Vergelijk Handboek 1992, nr. 186. Zie Eisma 1997/2, over de vraag of in de genoemde bepaling onder ‘bij de statuten’ mag worden verstaan ‘bij of krachtens de statuten’.

186 Van Olffen 1997, p. 52

187 Zaman 1995, p. 17

versie verkregen' zijn.¹⁸⁸ Conversie is echter geen titel van verkrijging. Geconverteerde aandelen waren vóór conversie al in handen van hun houder.

Conversie is niet een combinatie van inkoop of intrekking van de ene soort aandelen en uitgifte van de andere soort. Conversie wijzigt ook niet de identiteit van de desbetreffende aandelen (vergelijk § 5.5).¹⁸⁹

Anders dan de meeste andere schrijvers versta ik onder conversie ook niet omzetting door statutenwijziging. De essentie van conversie is mijns inziens dat statutenwijziging niet nodig is, maar dat zij kan plaatsvinden door uitoefening van een wilsrecht (van de aandeelhouder, de vennootschap, een vennootschappelijk orgaan of een derde), door vervulling van een voorwaarde of door vervulling van een tijdsbepaling. Op dezelfde manier maakte ik onderscheid (zie Terminologie in de inleiding van dit proefschrift) tussen omzetting van obligaties in aandelen krachtens nieuwe wilsovereenstemming enerzijds en conversie, waarbij omzetting plaatsvindt krachtens een bestaand conversiebeding, anderzijds. Overigens kunnen de statuten conversie, naast andere voorwaarden en tijdsbepalingen, afhankelijk stellen van de neerlegging van een verklaring van het bestuur van de vennootschap bij het handelsregister en/of van de plaatsing van een advertentie in een landelijk verspreid dagblad.¹⁹⁰

Omzetting door statutenwijziging vindt wel plaats bij BV's in het kader van bedrijfsopvolging.¹⁹¹ Een ander motief kan zijn dat men gewone aandelen wil omzetten in *tracking stock* (zie hieronder), waaraan weer een fiscaal motief ten grondslag kan liggen.¹⁹² Een statutenwijziging kan ook bestaan in de omzetting van niet-converteerbare aandelen in converteerbare aandelen.¹⁹³ Bij omzetting krachtens statutenwijziging moet worden gelet op (onder meer) de bepaling dat aandeelhouders niet kunnen worden verplicht tot storting boven het oorspronkelijke nominale bedrag van hun aandelen (artikel 2:81 BW) en op de gelijkheid van aandeelhouders (artikel 2:92 lid 2 BW).¹⁹⁴

Motieven – Een veelgenoemd motief is de financiering van vennootschappen. Het betreft dan meestal, al dan niet cumulatief, preferente aandelen (prefs) die door de houder daarvan converteerbaar zijn in gewone aandelen.¹⁹⁵ Converteerbare prefs bieden beleggers – net als converteerbare obligaties – zowel de relatieve zekerheid van een vaste vergoeding met voorrang boven gewone aandeelhouders als de mogelijk-

188 Van Olfen 1997, p. 51.

189 Anders Klemann 1995, p. 46

190 Van Olfen 1997, p. 50.

191 Zaman 1991, p. 7, Norbruis 1993, p. 145-146, Zaman 1995, p. 16; Klemann 1995, p. 46

192 Norbruis 1993, p. 146-147.

193 Handboek 1992, nr 186

194 Over de laatstgenoemde bepaling: Asser/Maeyer 2-III 2000, nr 194

195 Bijvoorbeeld BAM converteerbare certificaten van prefs^o; Dico converteerbare cumprefs op naam^o. Zie over converteerbare prefs onder meer: Norbruis 1993, p. 146; Westeneng 1996, Van Olfen 1997, p. 49

heid om te profiteren van een gunstige ontwikkeling van de waarde van de aandelen waarin geconverteerd kan worden.¹⁹⁶ Voor de uitgevende vennootschap is het voordeel van converteerbare prefs – ten opzichte van converteerbare obligaties – dat het door uitgifte van converteerbare prefs vergaarde vermogen onmiddellijk bijdraagt aan het eigen vermogen.

De Anglo-Amerikaanse literatuur onderscheidt vele varianten – vaak verplicht (§ 6.5) – converteerbare aandelen (en andere converteerbare effecten) met uiteenlopende risico/rendement-karakteristieken.¹⁹⁷

Ik wees er al op dat bestaande aandelen omgezet kunnen worden in tracking stock. Tracking stock is een afzonderlijke soort aandelen die recht geven op resultaten en vermogen van een bepaald bedrijfsonderdeel.¹⁹⁸ De statuten kunnen bijvoorbeeld bepalen dat de winst waartoe houders van aandelen van een bepaalde soort gerechtigd zijn, geheel of gedeeltelijk te hunnen behoefte wordt gereserveerd, artikel 2:105 lid 10 BW. Tracking stock zelf kan ook converteerbaar zijn. De conversie van tracking stock in gewone aandelen is een manier om de bedrijfseconomische afsplitsing van het bedoelde bedrijfsonderdeel ongedaan te maken.¹⁹⁹ Een mogelijkheid is om het bestuur van de uitgevende NV de bevoegdheid geven tracking stock te converteren in aandelen van een andere vennootschap, waarin het betreffende bedrijfsonderdeel is of wordt ondergebracht.

Zaman stelt dat een conversiemechanisme wel in de statuten wordt opgenomen als sanctie op het niet meer voldoen aan bepaalde (kwaliteits)eisen door een aandeelhouder.²⁰⁰ Van Olffen gaat in zijn inaugurele rede in op het gebruik van converteerbare aandelen als beschermingsconstructie.²⁰¹

Enige opmerkingen – Gezien de uiteenlopende soorten aandelen zijn tal van conversiemogelijkheden denkbaar. Een uitvoerige bespreking valt buiten het bestek van dit onderzoek. Ik beperk mij tot enige opmerkingen.

Het maatschappelijk kapitaal moet voldoende ruimte bieden aan de soort aandelen waarin geconverteerd wordt (dat volgt uit de artikelen 2:64 lid 1 en 79 lid 1

196 Zie Naylor 1996, over het fenomeen dat de koers van converteerbare preferente aandelen met een hoog dividend niet hoeft te lijden onder de koersdaling van de onderliggende aandelen

197 Calamos 1998, p. 43-44, Coxe 2000, p. 27-56, Woodson 2002, p. 14.

198 Over *tracking stock*: Liem en Ex 2000, Van Olffen 2002, p. 111-124; Groenewald 2004. Zie over winstdifferentiatie in statuten van NV's en BV's R J J Lijsman, 'Enkele gedachten omtrent bijzondere winstdeling in kapitaalvennootschappen', *Maandblad NV* 1997-9, p. 234-237. Voor een discussie over de mogelijkheden van tracking stock in Nederland T H Liem, "'Tracking stock' heeft ook in Nederland veel potentie', *FD* 12 oktober 2000; K. Cools en J.W. Maas, "'Tracking stock' heeft ook in Nederland weinig potentie', *FD* 26 oktober 2000, T.H. Liem, 'Tracking stock: geen paarden voor de zwijnen werpen', *FD* 3 november 2000.

199 Liem en Ex 2000, p. 317; Van Olffen 2002, p. 122; Timmermans 2003, p. 249-252; Groenewald 2004, p. 197.

200 Zaman 1995, p. 17

201 Van Olffen 2000, p. 69-71

BW).²⁰² De uitgifte van converteerbare aandelen is nietig indien deze regel niet gerespecteerd wordt (vergelijk § 4.5.2).

Conversie kan afbreuk doen aan de rechten die zijn verbonden aan een bepaalde soort aandelen. Die conversie behoeft naar heersende opvatting geen instemming van de desbetreffende aandeelhouders vanwege analoge toepassing van artikel 2:96 lid 2 BW.²⁰³ Die opvatting lijkt mij juist. Het doet er in dit verband niet toe of de conversie afhankelijk is van een besluit van een vennootschapsorgaan, van een andere voorwaarde of een tijdsbepaling. Houders van converteerbare aandelen weten van tevoren dat de daaraan verbonden rechten kunnen wijzigen. Van afbreuk aan hun rechten in de zin van de genoemde wetsbepaling is daarom geen sprake, nog afgezien van de vraag of dat op zichzelf haar analoge toepassing zou rechtvaardigen.²⁰⁴

Bij conversie die gepaard gaat met verhoging van het geplaatste kapitaal, is sprake van uitgifte van aandelen. Bij de uitgifte van de bedoelde converteerbare aandelen en de bedoelde conversie dient men toepasselijke wettelijke bepalingen te respecteren, zoals de artikelen 2:86, 96 en 96a BW.²⁰⁵

Bij conversie die gepaard gaat met verlaging van het geplaatste kapitaal, is sprake van kapitaalvermindering. Bij de uitgifte van de bedoelde converteerbare aandelen en de bedoelde conversie dient men toepasselijke wettelijke bepalingen te respecteren, met name de artikelen 2:99 en 100 BW.²⁰⁶ Vermindering van ter zake van bepaalde aandelen geplaatst kapitaal met terugbetaling komt neer op (gedeeltelijke) aflossing van die aandelen.²⁰⁷ Vanwege de genoemde wetsartikelen, is aflossing bij conversie – voor zover al mogelijk – niet erg praktisch.²⁰⁸ In sommige andere landen bestaan kenmerkend minder bezwaren.²⁰⁹ Zo noemt de Anglo-Amerikaanse literatuur *convertible exchangeable preferred stock*: preferente aandelen die door de betrokken kapitaalvennootschap kunnen worden geconverteerd in converteerbare obligaties met een couponrente gelijk aan het dividend van het preferente aandeel en met identieke conversievoorwaarden. Dit instrument stelt de uitgevende instelling in staat over te schakelen op een fiscaal aftrekbare renteverplichting wanneer haar ondernemingswinst belastbaar wordt.²¹⁰

Conversie van aandelen kan bestaan in splitsing of samenvoeging van aandelen, zonder dat daarbij het geplaatste kapitaal wijzigt. Hoewel bij splitsing en samenvoe-

202 Norbruis 1993, p. 149-150; Handboek 1992, nr. 186; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 194

203 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 194

204 Anders Zaman 1991, p. 9-10, en dezelfde 1995, p. 18

205 Zaman 1995, p. 18; Van Olfen 1997, p. 51-52; Anders Norbruis 1993, p. 154, die alleen instemming nodig vindt van alle aandeelhouders die tot bijstorting verplicht raken

206 Norbruis 1993, p. 153; Zaman 1995, p. 18; Van Olfen 1997, p. 51.

207 Aflossing van aandelen is niet hetzelfde als inkoop van aandelen. Voor inkoop gelden ook kapitaalbeschermingsrechtelijke restricties, artikel 2:98 BW

208 Metzelaar 1994, noemt dogmatische bezwaren tegen statutaire intrekking van aandelen

209 Beckman 1998, p. 668; Van Geffen 2004, p. 208-209.

210 Calamos 1998, p. 43-44; Gastineau en Kritzman 2000, p. 149

ging aandelen ontstaan, respectievelijk tenietgaan, is er geen sprake van uitgifte, respectievelijk intrekking van aandelen.

Van den Ingh stelt dat splitsing met uitgifte, en samenvoeging met intrekking van aandelen gepaard dient te gaan.²¹¹ Voor splitsing zou daarom een uitgiftebesluit nodig zijn en – in geval van splitsing van aandelen op naam in een niet-beursgenoteerde NV – het verlijden van een notariële akte. Voor samenvoeging zou een intrekkingsbesluit nodig zijn. Van den Ingh komt tot zijn standpunten na een algemeen goederenrechtelijke redenering. Zijn redenering ten aanzien van splitsing is dat uit artikel 3:80 BW volgt dat iedere verkrijging van een goed een wettelijke basis dient te hebben. Dat geldt volgens hem daarom ook bij splitsing van een aandeel. Van den Ingh herkent die wettelijke basis kennelijk in de rechtshandeling van uitgifte, en niet in een statutenwijziging of in een statutair conversiemechanisme. Zijn redenering ten aanzien van samenvoeging is dat intrekking de enige wijze is waarop aandelen volgens Boek 2 BW teniet kunnen gaan.

Van den Ingh wijkt af van de heersende opvatting.²¹²

Mijns inziens is voor splitsing van aandelen door conversie geen uitgiftebesluit nodig, hoeft er geen notariële akte te worden verleden en hoeven voorkeursrechten niet te worden beperkt of uitgesloten. Voor samenvoeging van aandelen is geen intrekkingsbesluit nodig. De splitsing en de samenvoeging van aandelen hebben voldoende wettelijke basis, omdat zij plaatsvinden krachtens een statutenwijziging of een statutair conversiemechanisme. De statutaire verdeling van het maatschappelijke kapitaal is terug te voeren op de leden 1 van de artikelen 2:64 en 67 BW. Het goederenrechtelijke effect van het ontstaan van aandelen door splitsing en van het tenietgaan van aandelen door samenvoeging wordt voldoende verklaard door de wilsovereenstemming die daarover bestaat of kan worden aangenomen tussen vennootschap en aandeelhouder. Vergelijk mijn betoog in § 2.4 dat de uitgifte van aandelen geen bijkomende goederenrechtelijke handeling vereist. Bij splitsing of samenvoeging krachtens statutenwijziging wordt de vennootschappelijke wil gevormd door het wijzigingsbesluit van de ava. De wil van de aandeelhouder volgt dan uit het wijzigingsbesluit. De aandeelhouder die, anders dan de meerderheid van de aandeelhouders, tegen statutenwijziging stemt, wordt gebonden door de wil van de meerderheid. Bij splitsing of samenvoeging door conversie blijkt de vennootschappelijke wil uit de statutaire basis die aan conversie met splitsing of samenvoeging ten grondslag ligt. De wil van de aandeelhouder volgt uit zijn houderschap van converteerbare – *in casu* te splitsen of samen te voegen – aandelen.

211 Van den Ingh 1999.

212 Norbruis 1993, p. 155; Zaman 1994, p. 28; Dortmund 1999/2, p. 345, Van Olfen 1999/2, Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 178, Portengen en Groot 2004, p. 202-203.

3.12 Publicatievoorschriften

3.12.1 Titel 2.4 BW

De akte van oprichting vermeldt het bedrag van het geplaatste kapitaal (en van het gestorte deel daarvan), artikel 2:67 lid 1 BW. De bestuurders zijn verplicht de akte van oprichting neer te leggen ten kantore van het handelsregister, artikel 2:69 lid 1 BW.

Na de oprichting moet de NV (binnen acht dagen) de volledige tekst neerleggen van een besluit van de ava tot (het aangaan van verbintenissen tot) uitgifte of van een besluit tot aanwijzing door de ava van een ander tot (het aangaan van die verbintenissen tot) uitgifte bevoegd vennootschapsorgaan, artikel 2:96 leden 3 j° 5 BW. Zij moet ten kantore van het handelsregister ook binnen acht dagen opgave doen van (het aangaan van verbintenissen tot) uitgifte van aandelen, artikel 2:96 leden 4 j° 5 BW.²¹³ Gezien het voorgaande, moet onder meer opgave worden gedaan van de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.

Uit lid 5 van artikel 2:96 BW volgt dat de uitgifte van aandelen aan iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent, niet aan het handelsregister hoeft te worden opgegeven.²¹⁴ Die opgave zou onpraktisch zijn, zeker voor zover het de uitgifte van conversieaandelen betreft. Conversie in nieuwe aandelen vindt dikwijls fractiegewijs plaats, gespreid over een tijdsduur van meerdere jaren.²¹⁵

3.12.2 Handelsregisterwet en -besluit 1996

Onder artikel 17 Handelsregisterwet (oud) gold de verplichting om het aantal obligaties, het bedrag per obligatie en de jaarlijks verschuldigde rente op te geven.²¹⁶ Die verplichting is vervallen. Van een NV (en BV) moet nu het maatschappelijk kapitaal worden ingeschreven, alsmede ten minste eenmaal per jaar het bedrag van het geplaatste kapitaal en het gestorte deel daarvan (onderverdeeld naar soort), artikel 8 lid 1 Handelsregisterwet 1996 j° artikel 14 aanhef en onder d Handelsregisterbesluit 1996.

213 De Duitse wet schrijft voor dat het besluit tot bedingte Kapitalerhöhung (§ 4.5.4) ten kantore van het Duitse handelsregister wordt neergelegd, § 195 Abs 1 AktG. Voor dat tijdstip kunnen geen conversieaandelen worden uitgegeven en heeft de aspirant-gerechtigde zelfs geen conversierecht, § 197 AktG

214 Zie ook *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr 3, p. 30

215 Niettemin is in Zweden de registratie een voorwaarde voor de uitgifte van conversieaandelen, zie Skog 2000, p. 256.

216 Zie ook Van den Ingh 1993, p. 10

3.12.3 Jaarrekeningenrecht

Aan de passiefzijde van de balans van de NV dient het geplaatste kapitaal afzonderlijk te worden opgenomen onder de post 'eigen vermogen', artikel 2:373 lid 1 aanhef en onder a BW. Obligatieleningen worden opgenomen onder de post 'schulden'; converteerbare leningen dienen afzonderlijk daarvan te worden vermeld, artikel 2:375 lid 1 aanhef en onder a BW.

3.12.4 Prospectusplicht

Bij uitgifte converteerbare obligaties – De uitgifte van tot de officiële notering van de Euronext Amsterdam Stock Markets toe te laten converteerbare obligaties vereist de publicatie van een prospectus, artikel 3 lid 1 en lid 2 aanhef en onder a Wte 1995 j° artikel 8 lid 1 Fr.²¹⁷ Het prospectus dient in ieder geval de gegevens te bevatten die worden genoemd in artikel 14 Fr, alsmede de gegevens waarnaar door dat artikel wordt verwezen.²¹⁸

Een prospectus ter zake van door een conversievennootschap uit te geven aandelen, converteerbare obligaties of certificaten moet bepaalde gegevens bevatten met betrekking tot reeds uitgegeven converteerbare obligaties. Indien een deel van het maatschappelijk kapitaal van een uitgevende vennootschap niet geplaatst is of indien een verplichting tot kapitaalsverhoging is aangegaan (met name in geval van uitgegeven converteerbare leningen of van verleende optierechten), eist het Fondsenreglement dat het prospectus vermeldt:

- het bedrag van dit deel van het maatschappelijk kapitaal of van de verplichting en de eventuele vervaldatum van de machtiging;
- de categorieën rechthebbenden die op deze aanvullende gedeelten van het kapitaal een voorkeursrecht hebben;
- de voorwaarden en bepalingen inzake de uitgifte van de desbetreffende aandelen.²¹⁹

Bij conversie – Indien conversie gepaard gaat met de verschaffing van aandelen buiten besloten kring, is het de vraag of de uitgevende instelling prospectusplichtig is. Uitvoerige bespreking van die vraag valt buiten het bestek van dit onderzoek. Hier wordt slechts ingegaan op de voorafgaande vraag of sprake is een aanbieding in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995.²²⁰

217 Aan prospectussen ter zake van niet ter beurze te noteren converteerbare obligaties en andere effecten worden vergelijkbare eisen gesteld, artikel 3 lid 1 en 2 onder b Wte 1995 j° artikel 2 lid 2 onder b Bte 1995 j° rubrieken 1.1 t/m 9.2 en 11.1 t/m 11.24.

218 Zie ook Van der Staay 1993, p. 165-167

219 Artikelen 8, 14 en 15 Fr j° rubriek 3.2.1 Schema A Fr.

220 Over conversie en prospectusplicht ook Van der Staay 1993, p. 167-168.

Het begrip effectenrechtelijke ‘aanbieding’ in de zin van het genoemde artikel uit de Wte 1995 is ruimer dan het civielrechtelijke aanbod in de zin van artikel 6:217 lid 1 BW. Het eerste begrip heeft ook betrekking op het voortraject van het civielrechtelijke aanbod.²²¹ Een aanbieding in effectenrechtelijke zin zal resulteren in een aanbod in civielrechtelijke zin. Dit betekent dat van een aanbieding alleen sprake is, indien de beoogde omzetting plaatsvindt krachtens nieuwe wilsovereenstemming.²²²

De conversie van obligaties vindt plaats krachtens een conversiebeding. Reeds daarom, leidt zij niet tot een prospectusplicht. Dat wordt bovendien bepaald door artikel 10 lid 3 onder 1 b Fr.²²³ Strikt genomen, ontstaat ook geen prospectusplicht bij conversie in niet-beursgenoteerde effecten. Aan een interpretatie *a contrario* van genoemde bepaling uit het Fondsenreglement lijkt te kunnen worden afgeleid dat in het laatste geval toch een prospectusplicht ontstaat. Daarbij zou men dan echter uit het oog verliezen dat het Fondsenreglement alleen betrekking heeft op beursgenoteerde effecten. Daarvan is geen sprake.

Financiële bijsluiter – Converteerbare en omgekeerd converteerbare obligaties zijn geen complexe producten – in de zin van artikel 1 aanhef en onder c Besluit financiële bijsluiter – waarvoor bij aanbieding een financiële bijsluiter beschikbaar moet worden gesteld.²²⁴ De AFM stelt uitdrukkelijk dat de ‘reverse converteerbare obligatie’ geen combinatie is van verschillende productsoorten.²²⁵ Verdedigbaar is dat wel een bijsluiterplicht zou moeten gelden voor omgekeerd converteerbare obligaties, zoals reverse exchangeables.²²⁶ Omgekeerd converteerbare obligaties zijn in technische zin niet complexer dan gewone converteerbare obligaties. Aan omgekeerd converteerbare obligaties zijn echter grotere risico’s verbonden, waarvan beleggers zich niet altijd bewust zijn, § 3.8.3.

221 Koersen door het effectenrecht 2004, p. 65.

222 Vergelijk Dalenoord 2002, p. 218, die nog meer aspecten bespreekt van de verbodsbepaling van artikel 3 lid 1 Wte 1995.

223 Daarn is bepaald dat geen verplichting tot het publiceren van een prospectus bestaat indien de effecten waarvoor toelating wordt aangevraagd (zie artikel 47 lid 4 Fr), aandelen zijn die voortkomen uit de conversie van converteerbare obligaties of aandelen die zijn gecreëerd bij een inwisseling tegen andere omwisselbare obligaties, indien de aandelen van de vennootschap waarvan de aandelen tegen conversie of omwisseling worden aangeboden, reeds tot de notering zijn toegelaten (mits de in Schema A, hoofdstuk 2 genoemde gegevens, voor zover deze relevant zijn, worden gepubliceerd overeenkomstig het bepaalde in artikel 20 Fr)

224 Besluit van 20 december 2001, houdende regels met betrekking tot het door financiële ondernemingen ter beschikking stellen van een financiële bijsluiter bij complexe producten (Besluit financiële bijsluiter), *Stb.* 2001, 670, i.w.tr. 1 juli 2002, *Stb.* 2002, 123.

225 Zie www.autoriteit-fm.nl.

226 Zoals bepleit door J. Koelewijn, ‘Ingewikkeld is niet complex’, *FD* 19 juli 2003

3.12.5 Koersgevoelige informatie

Artikel 28 aanhef en onder h Fr verplicht een onderneming wier (certificaten van) aandelen zijn genoteerd, tot publicatie van koersgevoelige informatie.²²⁷ De uitgifte van converteerbare obligaties is over het algemeen koersgevoelig. Na uitgifte verplicht artikel 34 Fr tot informatieverstrekking aan het in beursgenoteerde converteerbare obligaties beleggende publiek.

De beursverplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie vervalt indien de beursnotering van conversieaandelen eindigt en de desbetreffende converteerbare obligaties nimmer beursgenoteerd waren. De informatiebehoefte van de houders van die obligaties wordt dan mogelijk geleidigd door artikel 5 lid 1 Wte 1995, dat een informatieplicht bevat voor instellingen die buiten besloten kring niet-beursgenoteerde effecten hebben uitgegeven. Daarnaast kan men in een obligatievoorwaarde verplichten tot publicatie van relevante informatie, ook na de beëindiging van de beursnotering.²²⁸ In dit opzicht volstaat niet de gebruikelijke obligatievoorwaarde dat alle mededelingen over of met betrekking tot de obligaties in één of meer financiële dagbladen moeten worden gepubliceerd.²²⁹

De obligatievoorwaarden kunnen (algemene of specifieke) voorwaarden bevatten, die de conversievennootschap verplichten tot publicatie van gebeurtenissen die het conversierecht raken.²³⁰ Een voorbeeld daarvan is de verlaging van de conversieprijs ter bevordering van de conversie (§ 6.6). De gedachte is dat obligatiehouders in staat moeten zijn te beslissen of zij willen converteren of niet.²³¹

3.12.6 Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996

De Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (Wmz 1996) verplicht tot melding aan de AFM van verkrijging of verlies van bepaalde onmiddellijke of middellijke, reële en potentiële belangen in een beursgenoteerde vennootschap.²³² Krachtens artikel 1 en 2 Wmz 1996 is eenieder meldingsplichtig,

227 Daarover Euronext brochure *Koersgevoelige informatie* (maart 2003)

228 Zie ook P Elshout, 'Obligatiebelegger leert dure les', *FD* 19 september 2002

229 Vw. 5 BAM 1997/2004^o, vw. 12 8 c Numico 1995/2002^o Vergelijk de gebruikelijke voorwaarde waarin de de debitrice zich verbindt de trustee op de hoogte te stellen van substantiële financiële transacties die zij aangaat, enige zekerheid die zij daarvoor stelt en enige inhoudelijke wijzigingen daarin Bijvoorbeeld vw. 19 Ballast Nedam 1997/2002^o, vw. 19 BAM 1997/2004^o, vw. 19 Stork 1998/2005^o

230 Vw. 12 Ballast Nedam 1997/2002^o, vw. 13 VNU 2001/2006^o

231 Wood 1995, § 9-22 (c)

232 De wet gaf oorspronkelijk uitvoering aan de Richtlijn melding zeggenschap (88/627/EEG), één van de richtlijnen die (zonder inhoudelijke wijzigingen) zijn vervangen door Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad, van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd, *PbEG* 6 juli 2001, L 184, p. 1-66 De AFM toont een overzicht van de meldingen op haar website (www.autoriteit-fm.nl)

die de beschikking krijgt of verliest over (certificaten van) aandelen of over stemmen die op het geplaatste kapitaal kunnen worden uitgebracht waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van de aandelen of van de stemmen waarover hij beschikt, in een andere bandbreedte valt dan het percentage waarover hij onmiddellijk voordien beschikte.²³³

De wettelijke regeling wordt in algemene zin niet verder besproken.²³⁴ Hier is van belang dat lid 3 van artikel 1 Wmz 1996 potentiële belangen betreft bij de vaststelling van het bedoelde percentage. Onder aandelen en stemmen worden namelijk mede verstaan: rechten ingevolge een overeenkomst tot verkrijging van (certificaten van) aandelen, resp. rechten ingevolge een overeenkomst op (bedoeld zal zijn: tot) verkrijging van stemmen. Deze potentiële belangen tellen mee bij de berekening van het belang waarover op enig moment wordt beschikt (men spreekt wel van ‘de teller’). Zij tellen echter niet mee bij het bepalen van het aantal aandelen in het geplaatste kapitaal en het aantal stemmen dat daarop kan worden uitgebracht (men spreekt wel van ‘de noemer’), artikel 1 lid 4 Wmz 1996.

Artikel 1 lid 3 Wmz 1996 geeft uitvoering aan artikel 7 aanhef en onder het zevende gedachtestreepje van de (oorspronkelijke) Richtlijn melding zeggenschap. De relevante tekst luidt: ‘Om te beoordelen of een [...] persoon [...] de [...] kennisgeving moet doen, dienen met de stemrechten die deze persoon [...] houdt, te worden gelijkgesteld: de stemrechten die deze persoon [...] op eigen initiatief, uit hoofde van een formele overeenkomst mag verwerven’. Artikel 4 lid 1 van de Richtlijn staat het de lidstaten toe te bepalen dat de melding eveneens moet plaatsvinden met betrekking tot het door een persoon gehouden percentage van het kapitaal.

De Richtlijn melding zeggenschap heeft alleen het oog op potentiële belangen die *op initiatief van* de potentieel gerechtigde *verworven* kunnen worden. De Nederlandse wet bepaalt daarom dat alleen *rechten* ingevolge overeenkomsten tot *verkrijging* van een belang ((certificaten van) aandelen of stemmen) bijdragen aan de teller. Daartoe zijn in ieder geval die obligaties te rekenen die door de obligatiehouder kunnen worden geconverteerd en dus vergelijkbaar zijn met een door de conversievennootschap geschreven call-optie.²³⁵

233 De bedoelde bandbreedtes zijn 0-5, 5-10, 10-25, 25-50, 50-66²/₃ en 66²/₃ procent of meer

234 Zie over de Wmz 1996 (onder meer): AFM voorlichtingsbrochure *Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996*; Koersen door het effectenrecht 2004, p. 156-170; Perrick 2002. Specifiek over converteerbare obligaties: Van der Staay 1993, p. 159-164. Zie verder het ahangige wetsvoorstel 28 985 (Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in ter beurze genoteerde vennootschappen).

235 In de parlementaire geschiedenis van de Wmz wordt onder meer gesproken van rechten van de belegger uit hoofde van overeenkomsten tot koop of verkoop van aandelen of certificaten van aandelen, opties, claims, warrants en converteerbare obligaties. *Kamerstukken II* 1989/1990, 21 492, nr. 3, p. 6.

Naar geldend recht worden *verplichtingen tot verkrijging en rechten op en verplichtingen tot vervreemding* niet in de teller verdisconteerd.²³⁶ Dit is inconsistent. In het licht van de doelstelling van de Wmz 1996 – het vergroten van de doorzichtigheid van de effectenmarkt – bestaat geen principieel onderscheid tussen de vier genoemde categorieën.

Naar geldend recht tellen *voorwaardelijke* rechten op verkrijging van een belang niet mee.²³⁷ Ook dit is inconsistent. De doorzichtigheid van de markt staat niet minder op het spel in geval van potentiële belangen die afhankelijk zijn van de wilsuitoefening van een ander dan de potentieel gerechtigde, van de vervulling van een voorwaarde of van de vervulling van een tijdsbepaling. Consistent zou zijn dat men in de teller alle denkbare converteerbare obligaties verwerkt. Daartoe behoren ook obligaties die geconverteerd (kunnen) worden door de debitrice/conversievennootschap of door vervulling van een voorwaarde of tijdsbepaling.²³⁸

De inconsistentie van de huidige regeling betekent niet dat een verruiming van de meldingsplicht wenselijk is. Wellicht wordt de vaststelling van meldingsplichten zo ingewikkeld dat de regeling daarmee niet transparanter wordt. Dat bepaalde potentiële belangen niet meldingsplichtig zijn op grond van de Wmz 1996, betekent niet dat zij niet kenbaar worden aan de effectenmarkt. In de praktijk zullen de desbetreffende overeenkomsten veelal gepubliceerd moeten worden op grond van andere regelingen. Te denken valt aan andere informatieverplichtingen op grond van het Fondsenreglement en de verplichtingen tot melding van effectentransacties op grond van de Wte 1995.²³⁹

Een meldingsplicht kan alleen ontstaan door wijziging van de teller (door verkrijging of verlies van een potentieel of reëel belang). Een potentieel belang kan verloren gaan door het verlies van de beschikking over het desbetreffende recht op verkrijging van een belang of het einde van dat recht. Converteerbare obligaties kunnen eindigen door conversie (hoofdstuk 5) of anderszins (hoofdstuk 6). Bij conversie wordt een potentieel belang omgezet in een reëel belang. De teller blijft dan gelijk, in beginsel ontstaat geen meldingsplicht. Indien de omzetting echter gepaard gaat met de uitgifte van kapitaal wordt de noemer groter en daalt niettemin het percentage van het belang. De noemer kan ook wijzigen door tussentijdse uitgifte of intrekking van andere aandelen. Indien door de noemerwijziging een andere bandbreedte wordt bereikt, dient te worden gemeld naar aanleiding van de omzetting.²⁴⁰

236 Zie ook Koersen door het effectenrecht 2004, p. 157, voetnoot 188

237 Zie ook Perrick 2002, p. 220

238 M. Tamminga, 'Gorilla's in de mist', *NRC Handelsblad* 16 januari 2003, gaat nog verder – mijns inziens te ver – met zijn pleidooi voor een 'identificatieplicht' – ik vermoed meldingsplicht – voor grote obligatiehouders

239 Koersen door het effectenrecht 2004, p. 142-149 en 185-188.

240 Zie ook Perrick 2002, p. 219.

3.13 Voorwetenschap en publieksmisleiding

Wettelijke strafbepalingen – Met de artikelen 46-46d Wte 1995 beoogt men ongewenst gebruik van voorwetenschap te bestrijden. De wettelijke regeling behelst een verbod tot het met voorwetenschap verrichten en bewerkstelligen van transacties (transactieverbod), een verbod tot doorgifte van voorwetenschap en tot het met voorwetenschap aanbevelen van transacties, een meldingsplicht van de uitgevende instelling en andere insiders en een verplichting tot opstelling van een reglement.

Op de genoemde artikelen volgt artikel 47 Wte 1995. Dat verbiedt eenieder die effecten uitgeeft of belast is met, of zijn medewerking verleent tot het plaatsen van effecten, te trachten het publiek tot inschrijving of deelneming te bewegen door het opzettelijk verzwijgen of verminken van ware, of voorspiegelen van valse feiten of omstandigheden.

De genoemde strafbepalingen gelden in het licht van de doelstellingen van de Wte 1995: het waarborgen van een adequate functionering van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers op die markten (§ 7.5.1). Zij worden hier niet uitvoerig besproken.²⁴¹ Deze paragraaf is beperkt tot de duiding van de relevantie van de huidige strafbepalingen – met name het transactieverbod – voor enkele rechtshandelingen die betrekking hebben op converteerbare obligaties.

Transactieverbod – Artikel 46 lid 1 Wte 1995 houdt – kort gezegd – in dat het eenieder verboden is om, beschikkende over voorwetenschap, een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in beursgenoteerde effecten, in effecten waarvan beursnotering ophanden is en in effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van de eerder genoemde effecten. Converteerbare obligaties en effecten die daarop betrekking hebben (zoals opties en andere rechten op converteerbare obligaties), kunnen behoren tot de bedoelde categorieën effecten.

Verboden transacties – De uitgifte van converteerbare obligaties kan verboden zijn, vanuit het perspectief van zowel de uitgevende instelling(en) als de nemer van converteerbare obligaties. Niet relevant is de besluitvorming bij de uitgevende instelling(en) met betrekking tot het aangaan van verbintenissen tot uitgifte van nieuwe conversieaandelen (§ 5.3.3).²⁴²

Ook de vervreemding en verkrijging van converteerbare obligaties kunnen verboden transacties zijn. Het verbod heeft niet alleen betrekking op de titel van de overdracht, maar ook op de levering van converteerbare obligaties.

De inwerkingtreding van de conversie kan afhankelijk zijn van de uitoefening van een conversierecht: een wilsrecht van de obligatiehouder, de debitrice of een derde. Die uitoefening kan onder het transactieverbod vallen.

241 Over de bepalingen ten aanzien van voorwetenschap. Koersen door het effectenrecht 2004, p. 170-196, Eisma 2002.

242 Vergelijk Eisma 1997/1, p. 135.

Eisma vindt het onnodig en onwenselijk dat het transactieverbod ook ziet op de uitoefening van een optie op aandelen. Bij die uitoefening *sec* – dat wil zeggen zonder dat daarop verkoop van die aandelen volgt – zou de optiegerechtigde niet profiteren van zijn eventuele voorwetenschap en is de ratio van het transactieverbod volgens Eisma niet in het geding. In dat verband wijst hij erop dat een ‘overgang’ van potentiële zeggenschap en potentieel kapitaalbelang naar reële zeggenschap en reeel kapitaalbelang als gevolg van conversie van converteerbare obligaties of van uitoefening van opties of warrants ook niet leidt tot een meldingsplicht onder de Wmz 1996. Eisma vraagt waarom de openbaarmaking van opties *sec* wel nodig zou zijn, terwijl de wetgever kennelijk van oordeel is geweest dat de bedoelde overgang geen openbaarmaking rechtvaardigt.²⁴³

Met Eisma ben ik eens dat de Wmz 1996 niet eist – althans niet altijd (§ 3:12.6) – dat de omzetting van potentiële in reële zeggenschap wordt gemeld. De vergelijking met de hier voorliggende kwestie gaat echter niet op. Door de Wmz 1996 worden potentiële belangen betrokken bij de vaststelling van het percentage van de aandelen of van de stemmen in een beursgenoteerde vennootschap waarover men beschikt. Daarom heeft de omzetting van potentiële belangen in reële belangen geen invloed op de omvang van het door de Wmz 1996 bedoelde belang. Dat geldt hier niet. De uitoefening van een conversierecht leidt tot verkrijging van conversieaandelen. Met die verkrijging kan de converterende obligatiehouder profiteren van voorwetenschap. Te denken valt aan het gebruik van de voorwetenschap dat waardevolle conversieaandelen spoedig sterk in waarde zullen dalen, zodat onmiddellijke conversie voordelig is. Het doet er dan niet toe of de voormalig obligatiehouder na conversie zijn aandelenbelang verzilverd door verkoop van conversieaandelen. Daarbij komt nog dat het transactieverbod heden ten dage geen voordeelscriterium kent.²⁴⁴

Andere mogelijk verboden transacties zijn de vervroegde aflosbaarstelling van converteerbare obligaties (§ 6:2.2) door de debiteur en de opeising door de obligatiehouder (§ 6:3). Mogelijk zijn ook de betaling en aanvaarding van het aflossingsbedrag verboden transacties.²⁴⁵

Uitzonderingen – Bepaalde transacties zijn uitgezonderd van het transactieverbod. Twee daarvan zijn hier relevant. Het verbod is in de eerste plaats niet van toepassing op degene die een transactie verricht of bewerkstelligt ter nakoming van een opeisbare verbintenis die reeds bestond op het tijdstip waarop hij zijn voorwetenschap verkreeg, artikel 46 lid 3 aanhef en onder 2 Wte 1995. Het kan bijvoorbeeld gaan om de verschaffing van conversieaandelen door de conversievennootschap. De uitzondering geldt niet indien de verschaffing het gevolg is van een conversie door de conversie-

243 Eisma 1997/1, p. 136.

244 Koersen door het effectenrecht 2004, p. 171.

245 Dit hangt ook af van het rechtskarakter van de betaling als wijze van afwikkeling van een geldschuld, Rank 1996, p. 143-148.

vennootschap zelf. Het verbod is in de tweede plaats niet van toepassing op het verrichten of bewerkstelligen van een transactie die noodzakelijk is om te kunnen voldoen aan een verplichting tot levering van aandelen of certificaten van aandelen, artikel 1 aanhef en onder c Uitvoeringsbesluit ex artikel 46 Wte 1995.²⁴⁶ Het kan bijvoorbeeld gaan om de inkoop van bestaande aandelen door een conversievennootschap, om deze vervolgens te verschaffen aan een converterende obligatiehouder.

Publieksmisleiding – Het is denkbaar dat de houders van tot conversie gerechtigde obligatiehouders tot conversie worden bewogen. Te denken valt aan het vervroegd aflosbaar stellen van convertibles door een debitrice (§ 6.2.2) of de verlaging van de conversieprijs (§ 6.6). Vraag is of dergelijke gedragingen kunnen worden aangemerkt als publieksmisleiding in de zin van artikel 47 Wte 1995.²⁴⁷ Het is niet duidelijk of de verbodsbepaling alleen geldt bij uitgifte van aandelen (conversie in nieuwe aandelen) of ook bij overdracht van aandelen (conversie in bestaande aandelen).²⁴⁸

246 Besluit van 17 december 1998 houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 46, vierde lid, van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Stb 1998, 718), laatstelijk gewijzigd bij besluit van 20 mei 2003 (Stb 2003, 224)

247 Bij de omzetting van convertibles zou deze vraag zich ook kunnen voordoen. Zie *FD* 26 juli 2003, 'Schuldeiser Econosto dient klacht in tegen VEB', over de beschuldiging dat de Vereniging van Effectenbezitters het publiek zou hebben misleid bij de in § 1.5.4 genoemde gedeeltelijke omzetting van de convertibles Econosto 1996/2003^o

248 Vergelijk J.M. van Dijk 2002, (*T&C Ondernemingsrecht*), art. 48 Wte 1995.

UITGIFTE

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt in § 4.2 eerst een algemeen vermogensrechtelijk onderwerp aan de orde: de totstandkoming van converteerbare obligatieleningen. De totstandkoming hangt mede af van de gehanteerde uitgiftetechnieken. Verder zijn aanbod en aanvaarding vereist, artikel 6:217 lid 1 BW. Onderzocht wordt in welke feitelijke uitgiftehandelingen die rechtshandelingen besloten liggen. Daarbij is het de vraag hoe de totstandkoming van een obligatielening tussen meer dan twee partijen, moet worden ingepast in het in beginsel bilaterale model van aanbod-en-aanvaarding.

In de overige paragrafen komen overwegend vennootschapsrechtelijke aspecten aan de orde. Die aspecten betreffen de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties, met name uit het gezichtspunt van de conversievennootschap (al dan niet tevens debitrice) in wier nieuwe aandelen geconverteerd kan worden. Essentieel is dat het conversiebeding vennootschapsrechtelijk wordt vormgegeven (zie daarover de inleiding van hoofdstuk 5 en § 5.3). In § 4.3 wordt de voor uitgifte noodzakelijke besluitvorming besproken. In § 4.4 gaat het om de respectering van voorkeursrechten van de zittende aandeelhouders van de conversievennootschap. Verder wordt onderzocht of en hoe de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties wordt begrensd door het maatschappelijk kapitaal, daarover § 4.5. In § 4.6 is het de vraag of een besloten conversievennootschap converteerbare obligaties uit kan geven.

4.2 Totstandkoming obligatielening

4.2.1 *Positie emissiesyndicaat*

De beschrijving van uitgiftetechnieken in deze en de volgende paragraaf betreft vooral de publieke uitgifte van convertibles.¹ Zij geldt niet of althans in mindere mate voor onderhandse uitgifte en voor uitgifte van reverse exchangeables.

De uitgifte van converteerbare obligaties, zeker die van convertibles, wordt meestal begeleid door een emissiesyndicaat, een consortium van banken. Bezien vanuit het gezichtspunt van de beleggers, kan het emissiesyndicaat verschillende vermogens-

1 Over uitgiftetechnieken: Graaf 1991, p. 53-65, Duinker 1995, p. 82-87, Slagter 1997, p. 15-18. De Rooy 2003, hoofdstukken 1 en 2.

rechtelijke posities innemen.² In dit opzicht bestaan er drie methoden van uitgifte: de guichet-uitgifte, de gegarandeerde uitgifte en de overgenomen uitgifte. In geval van een *guichet-uitgifte* worden de convertibles rechtstreeks aan de belegger uitgegeven. Dat is ook zo in geval van een *gegarandeerde uitgifte*, maar daarbij wordt een volledige plaatsing van de gehele emissie door het syndicaat gegarandeerd. Dit betekent dat indien niet de gehele emissie bij beleggers kan worden geplaatst, het syndicaat het resterende gedeelte voor eigen rekening zal nemen. In geval van een *overgenomen uitgifte* zal de obligatielening bij het syndicaat worden geplaatst, waarna dit de convertibles voor eigen rekening en risico ter inschrijving bij beleggers aanbiedt.³ Bij uitgifte worden de convertibles, na plaatsing bij de begeleidende bank(en), door de laatstgenoemde(n) overgedragen aan de beleggers. Ik laat buiten beschouwing wat rechtens is indien een uitgifte gegarandeerd wordt, maar de belegger er (gerechtvaardigd) op vertrouwd dat de uitgifte werd overgenomen.⁴

Uit het voorgaande blijkt dat van de gevolgde methode van uitgifte afhangt wat de juridische aard van de uitgifte is en welke contractspartij de nemers van converteerbare obligaties daarbij treffen.⁵ Bij de guichet-uitgifte en de gegarandeerde uitgifte brengen de nemers en de debitrice (en eventuele andere partijen) een converteerbare obligatielening onderling tot stand. Bij de overgenomen obligatielening ontstaat de lening tussen het syndicaat en de debitrice (en eventuele andere partijen), waarna de obligaties tegen betaling worden overgedragen aan de beleggers.⁶ Dit onderscheid bepaalt de adressaat van eventuele acties van de obligatiehouder, uit hoofde van dwaling (artikel 6:228 BW), bedrog (artikel 3:44 BW) en (toerekenbare) tekortkoming (6:74 en 265 BW).⁷

4.2.2 *Bookbuilding*

De *bookbuilding*-techniek werd in Nederland voor het eerst gebruikt in 1993, bij de uitgifte van een converteerbare obligatielening.⁸ De uitgifte van beursgenoteerde convertibles vindt tegenwoordig vrijwel altijd plaats met behulp van bookbuilding.

2 Ik laat buiten beschouwing of de deelnemende banken als entiteit of afzonderlijk optreden. Verder ga ik niet in op de rechtsverhouding tussen syndicaat en uitgevende instelling en tussen syndicaatsleden onderling, alsmede op het praktische verloop van het transactieproces. Zie Horsten 1999/2, en Horsten 2002/2, p. 55-58

3 Zie bijvoorbeeld p. 111 van het prospectus ter zake van de convertibles VNU 2001/2006^o en p. 85 van het prospectus ter zake van de convertibles Wolters Kluwer 2001/2006^o. De gevolgde methode is niet altijd duidelijk uit het prospectus af te leiden, zie bijvoorbeeld p. 32 van het prospectus ter zake van de convertibles Stork 1998/2005^o

4 Zie: Van der Velden 1997, p. 146; Van der Pauw en Stevens 1999, p. 75-76, Horsten 2002/1, p. 168-169

5 Ik laat de juridische positie van de eventueel bemiddelende effectencommissienair buiten beschouwing.

6 Vergelijk Koersen door het effectenrecht 2004, p. 138 en 276-278.

7 Zie: Van der Velden 1997, p. 146; Van der Pauw en Stevens 1999, p. 75. Vgl. ook Blom 1996, p. 3.

8 Van der Pauw en Stevens 1999, p. 73. Zie over bookbuilding ook: Van Everdingen 1995; Kamp 1995; De Rooy 1997; Bijlage XV bij het Fr

Andere inschrijvingstechnieken worden dus zelden of nooit gebruikt. De *fixed price*-techniek komt erop neer dat de beleggers in staat worden gesteld om tegen een vastgestelde prijs in te schrijven op een aangekondigde emissie. Ook kan de iets daarvan afwijkende *tender*-techniek worden gehanteerd. Daarbij wordt een minimum-*tender* prijs vastgesteld. Na sluiting van de inschrijving wordt vastgesteld wat de hoogst mogelijke uitgifteprijs is, waartegen alle uit te geven obligaties kunnen worden geplaatst.

Bookbuilding stelt de uitgevende instelling en het emissiesyndicaat in staat een accuraat beeld te krijgen van de vraag naar een voorgenomen obligatielening. Daartoe publiceert men een voorlopig prospectus (§ 3.12.4), waarin sommige voorwaarden, zoals de conversieprijs, nog niet zijn vermeld. In het voorlopige prospectus behoudt men zich meestal het recht voor om de inschrijffperiode te bekorten of om andere inschrijffvoorwaarden te wijzigen. Na sluiting van een inschrijffperiode stelt men de definitieve voorwaarden vast aan de hand van het opgebouwde 'boek'. Vervolgens publiceert men een definitief prospectus. Soms krijgen particuliere beleggers – indien zij daartoe niet eerder de gelegenheid hadden – enkele dagen de tijd om tegen de vastgestelde voorwaarden in te schrijven. Na deze periode wordt de inschrijving gesloten en worden de convertibles toegewezen. Voor zover is toegewezen, wordt betaling gevraagd. Over het algemeen worden converteerbare obligaties pas verschaft, indien de betaling is ontvangen.

4.2.3 Aanbod en aanvaarding

Converteerbare obligaties komen, zoals alle obligatoire overeenkomsten, tot stand door aanbod en aanvaarding, artikel 6:217 lid 1 BW. Het voorlopige prospectus bevat een aanbieding in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995. Die effectenrechtelijke aanbieding is naar heersende opvatting niet op te vatten als een civielrechtelijk aanbod in de zin van artikel 6:217 lid 1 BW, maar als een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod.⁹ Indien is voorzien in een guichet-uitgifte of een gegarandeerde uitgifte, komt de uitnodiging (in ieder geval) van de debitrice en eventueel van de derde-conversievennootschap. Indien men een overgenomen uitgifte beoogt, wordt de uitnodiging gedaan door het emissiesyndicaat.

Met een inschrijving op de uitgifte maakt een belegger kenbaar dat hij obligaties toegewezen wenst te krijgen. De inschrijving kan worden opgevat als een aanbod. Volgens de hoofdregel van artikel 6:219 leden 1 en 2 BW kan de aspirant-obligatiehouder zijn inschrijving herroepen zolang het daarin vervatte aanbod niet is aanvaard. Men kan overeenkomen dat de herroepbaarheid eerder eindigt.¹⁰ De toewijzing van

9 Zie Koersen door het effectenrecht 2004, p. 63-64 (zie p. 64-68 over het effectenrechtelijke aanbod). Zie ook Horsten 2002/1, p. 165-166. Zie verder Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 141.

10 In Bijlage XV bij het Fr, p. 4, wordt opgemerkt dat annulering van inschrijvingen mogelijk blijft tot het moment van sluiting van de inschrijving.

de inschrijving kan worden opgevat als de aanvaarding van dat aanbod.¹¹ Tot dat moment kan de uitgevende instelling de uitgifte in beginsel annuleren.¹²

In § 1.2 stelde ik dat het voor de hand ligt om aan te nemen dat een (converteerbare) obligatielening over het algemeen een meerpartijenovereenkomst is tussen de debitrice, alle afzonderlijke obligatiehouders en eventuele andere partijen (ik noemde: derde-conversievennootschap, AK en trustee). Zij wordt dan gesloten tussen meer dan twee ontstaanspartijen.¹³ De totstandkoming van een meerpartijenovereenkomst past echter niet in het bilaterale model van aanbod-en-aanvaarding van artikel 6:217 lid 1 BW.¹⁴ Dat model kan men echter blijkens artikel 2:213 lid 2 BW toesnijden op de uitgifte van de obligatielening (§ 1.2).

Daarbij komt nog het open karakter van de wettelijke bepalingen van afdeling 6.5.2 BW (die voortbouwen op titel 3.2 BW, vergelijk artikel 6:218 BW).¹⁵ Dat volgt in de eerste plaats uit lid 2 van het laatstgenoemde artikel. De artikelen 6.219-225 BW zijn van toepassing tenzij iets anders voortvloeit uit het aanbod, een andere rechtshandeling of een gewoonte. In de tweede plaats wordt de draagwijdte van de bedoelde bepalingen beïnvloed door de norm dat de onderhandelende partijen in de precontractuele fase hun gedrag mede moeten laten bepalen door elkaars gerechtvaardigde belangen.

De totstandkoming van een obligatielening is naar mijn idee veelal als volgt te duiden. De debitrice en de eventuele andere betrokken partijen bereiken vóór de openstelling van de inschrijving op de uitgifte overeenstemming over de condities waaronder zij aan de obligatielening wensen deel te nemen. Uit die overeenstemming volgt hun onderlinge gebondenheid onder de voorwaarde dat (voldoende) obligatiehouders zullen inschrijven. Die gebondenheid is echter nog geen obligatielening.

De Hoge Raad oordeelt in 1979 over de vraag of een partij die toestemt in een beoogde meerpartijenovereenkomst, gebonden is, ook al blijken later anderen die zich ook zouden verbinden, niet toe te stemmen. De relevante overwegingen van de Hoge Raad luiden als volgt.

‘Voor kontrakten die zijn opgemaakt om door meer dan twee pp. te worden ondertekend, kan niet als algemene regel worden aanvaard, dat ieder die daarin als partij wordt genoemd zich, door het kontrakt zonder het maken van een voorbehoud te ondertekenen, aan de daarin geformuleerde verbintenissen gebonden moet achten tegenover degenen die het mede hebben ondertekend, ongeacht of alle daarin als “ondergetekenden” aangeduide personen bereid zijn het mede te tekenen. Een derge-

11 Van der Pauw en Stevens 1999, p. 75, Horsten 2002/1, p. 166

12 Zie over de annulering van de knock-in reverse exchangeables ABN AMRO Bank op Koninklijke Ahold 2003/2005 FD 28 februari 2003, ‘ABN helpt belegger in Ahold’ en “No-go area” Ahold’

13 De term ‘ontstaanspartij’ wordt gehanteerd door Du Perron 1999, p. 37

14 Vergelijk Asser/Hartkamp 4-II 2001, nrs. 156 en 157

15 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 135

lijke gebondenheid mag – daargelaten dienaangaande t.a.v. bepaalde kontrakten bestaande gebruiken – in het algemeen slechts worden aangenomen, als voor het aanvaarden van de verbintenissen die het kontrakt aan een ondertekenende partij oplegt, de medegebondenheid van de persoon of personen die daarna blijken te weigeren om mede te tekenen, voor die partij praktisch van geen betekenis is.¹⁶

Uit deze overweging kan men de algemene regel afleiden dat een meerpartijenovereenkomst in de zin van artikel 6:213 lid 1 BW totstandkomt door de overeenstemmende en onderling afhankelijke wilsverklaringen van *alle* beoogde partijen. Aan de wilsverklaring van de partijen bij de beoogde meerpartijenovereenkomst is de impliciete voorwaarde verbonden dat ieder der beoogde partijen zich zal verbinden.

De converteerbare obligatielening komt pas tot stand wanneer wilsovereenstemming wordt bereikt tussen alle ontstaanspartijen: de eerder betrokken partijen en de partij(en) die als vermogensverschaffer in de obligatielening wil(len) deelnemen.

Bij een guichet-uitgifte en bij een gegarandeerde uitgifte zijn de beleggers ontstaanspartijen. De inschrijving door een belegger is dan op te vatten als een aanbod aan de debitrice en de andere eerder betrokken partij(en), welk aanbod zij door toewijzing aanvaarden. Bij een overgenomen uitgifte wordt de wilsovereenstemming bereikt met het emissiesyndicaat. De uitgifte van de obligaties aan het syndicaat hangt dan samen met de overdracht aan beleggers door het syndicaat. De inschrijving door beleggers en de aanvaarding daarvan hebben in dat geval betrekking op die overdracht.

4.3 Uitgiftebesluit

4.3.1 Wilsvorming uitgevende vennootschap(pen)

De uitgifte van obligaties vereist de daarop gerichte wil van de debitrice en, voor zover zij niet dezelfde rechtspersoon zijn, van de conversievennootschap. Deze wil moet geopenbaard worden in een verklaring die wordt afgelegd door de ter zake tot vertegenwoordiging bevoegde(n). Ik volg hier dezelfde redenering als bij de uitgifte van aandelen (§ 2.3).

Wanneer men spreekt over ‘de bevoegdheid tot uitgifte’ van obligaties, bedoelt men meestal de bevoegdheid om tot uitgifte te besluiten. Het uitgiftebesluit van het ter zake bevoegde orgaan vormt de wil van de NV om uit te geven. Het uitgiftebesluit heeft geen direct externe werking. Dit betekent dat het uitgiftebesluit op zichzelf niet tevens een tot een aspirant-obligatiehouder gerichte uitgifteverklaring kan zijn. Het is wel mogelijk dat het uitgiftebesluit en de uitgifteverklaring samenvallen. Het uitgiftebesluit heeft zogenoemde ‘indirect externe werking’.

16 HR 9 februari 1979, NJ 1979, 501 m.nt. C J H Brunner (Verhoeven/Pied Boeuf e a.).

4.3.2 Debitrice

Bestuurspraak – De wet laat zich niet expliciet uit over de vraag welk orgaan van de debitrice bevoegd is tot uitgifte van zuivere obligaties te besluiten. In de heersende opvatting wordt de bedoelde uitgifte op grond van artikel 2:129 lid 1 BW gerekend tot de taak en bevoegdheid van het bestuur.¹⁷ De uitgifte van obligaties is een bijzondere vorm van het aangaan van leningen en is onderdeel van een goed beheer van het vermogen van de NV. De bevoegdheid daartoe is niet door de wetgever aan de ava toegekend, zoals wel is gebeurd met de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen. De uitgifte van obligaties wordt evenmin tot de bevoegdheid van de ava gerekend op de grond dat zij wezenlijk betrekking heeft op de structuur van de NV of de beschikking over (een zeer wezenlijk deel van) haar onderneming.¹⁸ Dat zal niet anders zijn na de inwerkingtreding van het in het wetsvoorstel aanpassing structuurregeling (28 179) voorgestelde artikel 2:107a BW. Gezien het voorgaande komt men niet toe aan de vraag of de uitgifte van obligaties een zogenoemde ‘restbevoegdheid’ is, die op grond van artikel 2:107 lid 1 BW toekomt aan de ava.

Statutair goedkeuringsrecht ander vennootschappelijk orgaan – Zoals gezegd, kan de uitgifte van zuivere obligaties tot de bestuursbevoegdheid worden gerekend. De bestuurspraak kan statutair worden beperkt, getuige de eerste zinsnede van artikel 2:129 lid 1 BW. Uit paragraaf 9 van de inmiddels gecodificeerde Departementale Richtlijnen vloeide voort dat de statuten niet de bestuursbevoegdheid aan het bestuur mogen ontnemen. Inmiddels bepaalt lid 3 van het laatstgenoemde artikel dat besluiten van het bestuur bij of krachtens de statuten kunnen worden onderworpen aan de goedkeuring van een orgaan van de vennootschap. Hiermee staat vast dat de uitgiftebevoegdheid niet aan het bestuur kan worden ontnomen en niet aan de goedkeuring van derden kan worden onderworpen. Een bestuursbesluit tot uitgifte van obligaties kan dus alleen worden onderworpen aan de goedkeuring van een ander vennootschappelijk orgaan van de debitrice, zoals de ava of de rvc.

Structuurregime – Indien de debitrice een structuurvennootschap is, is het bestuursbesluit omtrent uitgifte van zuivere obligaties onderworpen aan de goedkeuring van de rvc, zie artikel 2:164/274 lid 1 en onder a BW.¹⁹ Dit geldt overigens ook voor besluiten omtrent de aanvraag van beursnotering van obligaties, artikel 2:164/274 lid 1 onder c BW.

17 In Frankrijk, Italië, Spanje en Portugal is een besluit van de ava nodig voor de uitgifte van zuivere obligaties. Zie Hirte 2000, p. 9.

18 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 291 en (meer expliciet) 258.

19 De wet spreekt niet van obligaties maar van schuldbrieven.

Grenzen aan omvang obligatievermogen – Sommige Europese landen stellen grenzen aan de omvang van het door een debitrice uit te geven obligatievermogen.²⁰ Dergelijke bepalingen strekken tot bescherming van de schuldeisers van de debitrice. Door de uitgifte van vreemd vermogen wordt immers afbreuk gedaan aan de solvabiliteit van de NV. Het Nederlandse recht kent in dit opzicht geen concrete beperkingen.²¹ De uitgifte van converteerbare obligaties heeft in beginsel hetzelfde negatieve effect op de solvabiliteit van de debitrice als de uitgifte van zuivere obligaties. De conversie van obligaties in nieuwe aandelen draagt daarentegen bij aan de solvabiliteit van de conversievennootschap.

4.3.3 *Conversievennootschap*

Rechten tot het nemen van aandelen – De bevoegdheid tot uitgifte van rechten tot het nemen van aandelen komt krachtens artikel 2:96 lid 5 j° lid 1 BW in beginsel toe aan de ava van de conversievennootschap, met dien verstande dat zij aan het bestuur of een ander vennootschappelijk orgaan kan zijn gedelegeerd.²²

Grotere reikwijdte artikel van 2:96 lid 5 BW – Aan in nieuwe aandelen converteerbare obligaties zijn niet altijd wilsrechten tot het nemen van aandelen verbonden. Conversie kan (bijvoorbeeld) ook afhankelijk zijn van de uitoefening van een wilsrecht van de conversievennootschap, van de vervulling van een voorwaarde of van de vervulling van een tijdsbepaling. In § 5.3.3 betoog ik dat alle in nieuwe aandelen converteerbare obligaties een vennootschapsrechtelijke grondslag behoeven. Anders zou bij hun uiteindelijke conversie alsnog besluitvorming (en respectering of uitsluiting van voorkeursrechten) moeten plaatsvinden. In de genoemde paragraaf bepleit ik daarom dat het aangaan van verbintenissen tot uitgifte gelijkgesteld wordt aan de verlening van rechten tot het nemen van aandelen. Voor zover de huidige wettekst deze interpretatie niet toestaat, zou de wet moeten worden aangepast. Het voorgaande

20 Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 133-134. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 219. Voor Spaans recht: Espinosa 2000, p. 305-306. Sommige effectenbeurzen (waaronder die in Londen) stellen grenzen aan het door de conversie van obligaties uit te geven aandelenkapitaal, zie Wood 1995, § 9-13.

21 Zie Van den Ingh 1998, voor aanbevelingen ter zake.

22 Ook in de meeste andere Europese landen heeft de ava van de conversievennootschap de bevoegdheid om converteerbare obligaties uit te geven, maar kan zij ook het bestuur daartoe machtigen. Dit is het logische gevolg van de implementatie van artikel 25 lid 4 Tweede Richtlijn, zie Schutte-Veenstra 1991, p. 178. Voor Belgisch recht: Benoit-Moury en Croes 2000, p. 33-36 en 42. Voor Duits recht: Schafer 2000, p. 67-69. Voor Engels recht: Goulding 2000, p. 91-94. Voor Frans recht: Guyon 2000, p. 115-116. Voor Italiaans recht: C F Campobasso 2000, p. 130-131. Voor Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 193-194. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 221-223. Voor Zweeds recht: Skog 2000, p. 247-249. Voor Zwitsers recht: Köndgen en Daeniker 2000, p. 294. Voor Spaans recht: Espinosa 2000, p. 306-307 en 314-315. Voor rechtsvergelijking: Hirte 2000, p. 8-10.

betekent dat artikel 2:96 lid 5 BW betrekking zou moeten hebben op iedere uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.

Verschillende soorten aandelen – De schakelbepaling van lid 5 van artikel 2:96 BW brengt mee dat lid 2 van hetzelfde artikel toepasselijk is op het besluit van de ava tot uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties of tot aanwijzing van een daartoe bevoegd ander vennootschapsorgaan.²³ Dit betekent dat indien de conversie-vennootschap verschillende soorten aandelen heeft, voor de geldigheid van de bedoelde besluiten een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit is vereist van elke groep aandeelhouders van eenzelfde soort, aan wier rechten de eventuele conversie afbreuk doet. Het gaat om de afbreuk aan door de wet en statuten geconcretiseerde rechten, verbonden aan aandelen die werden uitgegeven op een moment waarop de statuten niet voorzagen in de aandelensoort die de bedoelde afbreuk teweegbrengt.²⁴

Delegatie uitgiftebevoegdheid – De delegatie van de uitgiftebevoegdheid impliceert naar heersende opvatting ook de delegatie van de bevoegdheid tot verlening van rechten tot het nemen van aandelen, tenzij bij de delegatie uitdrukkelijk anders is bepaald.²⁵ De strekking van artikel 2:96 lid 5 BW brengt deze visie met zich (§ 5.3.3). Volgens de Rechtbank Haarlem volgt niet uit het vijfde lid van artikel 2:96 BW dat voor het verlenen van optierechten door het bestuur vereist is dat de bevoegdheid daartoe expliciet en afzonderlijk van die tot besluiten omtrent uitgifte is gedelegeerd.²⁶ In de literatuur hanteert men bovendien het argument dat bij het aannemen van een andere visie de bevoegdheid tot verlening van een recht tot het nemen van een aandeel bij de ava blijft, hetgeen niet verenigbaar zou zijn met een onherroepelijke delegatie van de uitgiftebevoegdheid.

De Rechtbank Haarlem liet in de genoemde uitspraak (r.o. 6.4) uitdrukkelijk in het midden of de gegeven uitleg van artikel 2:96 BW ook betekent dat de door het bestuur verleende optie ook na het verstrijken van de in lid 1 van deze bepaling gestelde termijn van vijf jaar nog kan worden uitgeoefend.²⁷ De literatuur is nagenoeg eensgezind in de opvatting dat de NV is gebonden aan verleende rechten op aandelen, ook al worden deze uitgeoefend na overschrijding van de delegatietermijn waarin zij zijn verleend.²⁸ Niet voor niets bepaalt de wet in lid 5 van artikel 2:96 BW uit-

23 Zie ook Van den Ingh 1993, p. 7.

24 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr 236.

25 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr 238.

26 Rb. Haarlem 12 juni 1990, *NJ* 1991, 554 (Asko Deutsche Kaufhaus Aktiengesellschaft/Stuchung Ahold Continuïteit), r.o. 6.2.

27 Eisma 1995, p. 1026, werpt ongeveer dezelfde vraag op of het eventueel aangewezen andere orgaan bevoegd is om rechten tot het nemen van aandelen toe te kennen, indien deze rechten zouden kunnen worden uitgeoefend na afloop van de periode waarvoor dat andere orgaan is aangewezen.

28 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr 238.

drukkelijk dat het bevoegdheidsregime toepasselijk is bij het verlenen van de bedoelde rechten en niet bij de uitoefening ervan.

Alleen ten aanzien van de overeenkomst waarbij beschermingsopties zijn verleend, verdedigt Schwarz de stelling dat het daaruit ontstane optierecht niet meer geldig is ná het verstrijken van de delegatieperiode, zodat uitoefening van de optie niet tot een geldige plaatsing kan leiden. Hij acht de optieovereenkomst die langer loopt dan de delegatieperiode, nietig wegens strijd met (de ratio van) artikel 2:96 BW, althans waar het de effecten na ommekomst van de delegatieperiode betreft. De bedoelde strijd zou bestaan indien het optierecht op de aandelen dóórloopt, terwijl de emissiebevoegdheid na ommekomst van de delegatieperiode weer in handen van aandeelhouders is. Dit zou met zich brengen dat de aandeelhouders geen eigen beleid kunnen voeren ten aanzien van de emissie van deze aandelen.²⁹ De Kluiver bestrijdt de stellingname van Schwarz, volgens Maeijer op juiste gronden.³⁰ Voor alle duidelijkheid: Schwarz verdedigt zijn standpunt niet ten aanzien van de uitgifte van convertibles of andere optierechten met het oog op de (toekomstige) uitgifte van financieringsaandelen.

De door Schwarz opgeworpen kwestie (zie de tekst in kleine letters) is nauw verbonden met de vraag of de Dertiende Richtlijn in de weg staat aan de uitgifte van aandelen naar aanleiding van de uitoefening van een call-optie op preferente beschermingsaandelen, zie § 2.3.4. Converteerbare obligaties kunnen in theorie, evenals opties op preferente beschermingsaandelen, strekken tot bescherming tegen door het bestuur van een NV ongewenste overnames. Naar Belgisch recht komt de bevoegdheid tot uitgifte van converteerbare obligaties waarvan de conversie afhankelijk is gesteld van een openbaar bod op de aandelen van de conversievennootschap of een wijziging in de zeggenschap over die NV, dwingendrechtelijk toe aan de ava.³¹

Structuurregime – Indien de conversievennootschap een structuurvennootschap is, zal het bestuursbesluit *omtrent* uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties onderworpen zijn aan de goedkeuring van de rvc, artikel 2:164/274 lid 1 en onder a BW.³² De genoemde wetsbepaling spreekt alleen van de uitgifte van aandelen (en schuldbrieven). Volgens Wezeman brengt het woord ‘omtrent’ (onder meer) mee dat onder uitgifte van aandelen mede begrepen moet worden het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen, doch niet het uitgeven van aandelen aan iemand

29 Schwarz 1999. Zie ook: Schwarz 2000, dezelfde, ‘Plaatsing beschermingsaandelen Samas is niet rechtsgeldig’, *FD* 24 november 2000; dezelfde, ‘Onze praktijk van bescherming deugt echt niet’, *FD* 12 december 2000.

30 De Kluiver 2000, p. 24, dezelfde, ‘Met bescherming Samas juridisch niets mis’, *FD* 1 december 2000; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 238.

31 Zie (ook over uitgifte van converteerbare obligaties *na* het uitbrengen van een openbaar bod) Benoît-Moury en Croes 2000, p. 39-40 en 60-61.

32 Werknemers ontlene hieraan indirecte medezeggenschap. Zie Roest 1996, p. 291.

die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent.³³ Ik zou het goedkeuringsvereiste willen betrekken op besluiten omtrent het aangaan van verbintenissen tot uitgifte van aandelen, vergelijk mijn overwegingen hierboven in deze paragraaf over de grotere reikwijdte van artikel 2:96 lid 5 BW.

4.3.4 Ontbreken van rechtsgeldig uitgiftebesluit

In §§ 2.3.6 en 2.3.7 ging ik in op de uitgiftehandeling waaraan geen rechtsgeldig besluit ten grondslag ligt. De daar gevolgde redenering is tevens toe te passen op het aangaan van verbintenissen tot uitgifte van conversieaandelen.

De indirect externe werking van het besluit tot uitgifte van converteerbare obligaties betekent dat de NV in beginsel niet gebonden raakt aan de uitgifteverklaring die namens haar wordt afgelegd indien een rechtsgeldig uitgiftebesluit ontbreekt. De indirect externe werking van een besluit tot uitgifte van converteerbare obligaties is echter beperkt. De aspirant-obligatiehouder wordt naar mijn mening door de wettelijke regeling van de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur in artikel 2:130 lid 3 BW niet beschermd tegen de nietigheid van de uitgifte. De aspirant-obligatiehouder wordt wel beschermd door artikel 2:16 lid 2 BW. Het door dit lid bedoelde besluit behoeft niet een vereiste te zijn dat *expliciet* en in *Boek 2 BW* wordt gesteld aan de geldigheid van een externe rechtshandeling.

4.4 Voorkeursrechten

4.4.1 Conversievennootschap

Rechten tot het nemen van aandelen – Houders van aandelen van de conversievennootschap hebben in beginsel een wettelijk voorkeursrecht op in nieuwe aandelen converteerbare obligaties, artikel 2:96a lid 8 j° 1 BW.³⁴ Aandeelhouders hebben geen

33 Losbl Rp., art 164, aant. 2 (Wezeman), ook over de overige opzichten waarin het woord 'omtrent' leidt tot een ruime toepasselijkheid van het goedkeuringsvereiste

34 Ook in de meeste andere Europese landen hebben aandeelhouders een voorkeursrecht op in nieuwe aandelen converteerbare obligaties, en kan dit recht – soms onder bepaalde voorwaarden – worden uitgesloten of beperkt (zie § 4.4.2). Dit is het logische gevolg van de implementatie van artikel 29 lid 6 Tweede Richtlijn, zie Schutte-Veenstra 1991, p. 189. Deze richtlijnbeperking spreekt overigens – evenals artikel 25 lid 4 (§ 5.3.3) – abusievelijk niet van een recht tot het nemen van aandelen, doch van een 'voorkeursrecht'. Voor Engels recht: Wood 1995, § 9-10; Goulding 2000, p. 94-96. Voor Belgisch recht: Benoît-Moury en Croes 2000, p. 34 en 36-39. Voor Duits recht: Schafer 2000, p. 69-70. Voor Frans recht: Guyon 2000, p. 116-117. Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 135-136. Voor Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 194-196. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 227-231. Voor Zweeds recht: Skog 2000, p. 250-251. In Zwitserland recht spreekt men van een *Vorwegzeichnungsrecht* om het te onderscheiden van het *bezugsrecht* op aandelen: Köndgen en Daeniker 2000, p. 290-291. Voor Spaans recht: Espinosa 2000, p. 319-321. Rechtsvergelijkend: Hirte 2000, p. 10-14

voorkeursrecht op aandelen die worden uitgegeven bij de conversie. Dit geldt in ieder geval bij de uitgifte van converteerbare obligaties die tevens de bron zijn van rechten tot het nemen van aandelen.³⁵

Grotere reikwijdte artikel 2:96a lid 8 BW – Aan converteerbare obligaties zijn niet altijd wilsrechten tot het nemen van aandelen verbonden. Andere in nieuwe aandelen converteerbare obligaties zijn (verbonden met) verbintenissen tot uitgifte. Mijn betoog in § 5.3.3 (vergelijk ook § 4.3.3) toont aan dat artikel 2:96a lid 8 BW ook betrekking heeft of althans zou moeten hebben op alle in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.

Geen voorkeursrechten houders converteerbare obligaties – De houders van converteerbare obligaties hebben geen wettelijk voorkeursrecht bij de uitgifte door de conversievennootschap van aandelen, nieuwe converteerbare obligaties of andere rechten tot het nemen van aandelen.³⁶ Dit laat onverlet dat hun bij uitgifte een voorkeursrecht kan worden toegekend.³⁷ Dat contractuele voorkeursrecht is echter niet mogelijk zonder uitsluiting of beperking van het wettelijke voorkeursrecht van aandeelhouders (§ 4.4.2).

In andere Europese landen genieten houders van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties contractuele, wettelijke of juist in het geheel géén voorkeursrechten op aandelen en/of in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.³⁸

De toekenning van voorkeursrechten wil de houder van converteerbare obligaties compenseren voor de aantasting van de waarde van zijn obligaties door uitgifte van nieuwe effecten. Daarmee is die toekenning een mogelijk alternatief voor de aanpassing van de conversieprijs krachtens een anti-verwateringsclausule (§ 6.6.4).³⁹

Inbreng op obligaties in natura – De bepaling van artikel 2:96a lid 1 tweede volzin j° lid 8 BW kan op twee manieren worden begrepen. De meest letterlijke interpretatie is dat de aandeelhouder geen voorkeursrecht heeft op rechten tot het nemen van aandelen, welke *rechten* worden verleend tegen ‘inbreng’ in natura. Deze interpreta-

35 Handboek 1992, nrs 164.3 en 177; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr 241, Perrick 1992, p. 122, Perrick 1995, p. 9; Eisma 1995, p. 1027; Sanders en Westbroek 1998, p. 84-85. Zie over de waardebepaling van claims bij gelijktijdige emissie van aandelen en converteerbare obligaties met voorkeursrecht Nolst Trenité 1960.

36 Zie. Perrick 1992, p. 122-123, Eisma, 1995, p 1028

37 Volgens Perrick 1995, p. 9, komt dit in de praktijk soms voor. Van den Ingh 1993, p 15, noemt een voorbeeld

38 Zie voor Zweeds recht. Skog 2000, p. 255. Voor Oostenrijks recht. Nowotny 2000, p. 179-181 Voor Spaans recht Espinosa 2000, p 321-322 Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 236. Voor Belgisch recht. Benoît-Moury en Croes 2000, p. 48-49. Voor Frans recht Guyon 2000, p 120 Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p 136 en 142-143 Voor Engels recht: Goulding 2000, p. 95

39 Zie Nolst Trenité 1961, voor een bedrijfseconomische notitie over de twee bedoelde mogelijkheden.

tie leidt ertoe dat de aandeelhouder geen voorkeursrecht heeft op in nieuwe aandelen converteerbare obligaties in het zeldzame geval dat zij worden uitgegeven tegen betaling in natura.⁴⁰

De bepaling kan ook zo worden begrepen dat de aandeelhouder geen voorkeursrecht heeft op rechten tot het nemen van aandelen, indien die *aandelen* (zullen) worden uitgegeven tegen inbreng in natura. Deze tweede interpretatie leidt ertoe dat de aandeelhouder altijd een voorkeursrecht heeft (behoudens uitsluiting) op in nieuwe aandelen converteerbare obligaties. In § 5.4.3 betoog ik immers dat bij omzetting van schulden in kapitaal geen wettelijke inbrengverbintenis ontstaat. Voor zover toch een inbrengverbintenis zou ontstaan, is het bovendien onwaarschijnlijk dat bij conversie in natura wordt ingebracht (§ 5.6.1).

De tweede interpretatie lijkt mij het meest logisch. Ook Maeijer lijkt daarvan uit te gaan. Hij noemt namelijk de verrekening van de inbrengplicht met obligaties als voorbeeld van een geval waarop de bedoelde bepaling niet van toepassing is.⁴¹

Converteerbare obligaties voor werknemers – De zittende aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht op converteerbare obligaties die worden uitgegeven aan werknemers van de NV of van een groepsmaatschappij, artikel 2:96a lid 8 j° lid 1 laatste volzin BW.

Preferente aandelen – Artikel 2:96a lid 2 BW maakt twee uitzonderingen met betrekking tot preferente aandelen, zoals die door het artikel worden gedefinieerd. De eerste uitzondering (in lid 2) leidt ertoe dat de houders van preferente aandelen van de conversievennootschap geen voorkeursrecht hebben op in nieuwe aandelen converteerbare obligaties. De tweede uitzondering (in lid 3) leidt ertoe dat aandeelhouders van de conversievennootschap geen voorkeursrecht hebben op in nieuwe preferente conversieaandelen converteerbare obligaties.

4.4.2 Uitsluiting of beperking voorkeursrechten

Indien wettelijke voorkeursrechten op converteerbare obligaties bestaan, worden zij meestal beperkt of uitgesloten.⁴² Met name de uitsluiting van voorkeursrechten op automatisch te converteren obligaties wordt bekritiseerd (§ 6.5).⁴³ De gedachte is dat de koers van het conversieaandeel bij de uitgifte van de bedoelde obligaties relatief sterk daalt (§ 3.8.3).

40 Vergelijk naar Zweeds recht: Skog 2000, p. 251.

41 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 239

42 Kritisch over het passeren van aandeelhouders bij de uitgifte van convertibles: 'Convertibles krijgen steeds meer het karakter van uitgestelde aandelen', *Beleggers Belangen* 1973, p. 8 Bij de uitgifte van de convertibles Draka 2002/2007 werd voor € 50 mln obligaties gereserveerd voor 'preferentiele toewijzing' aan aandeelhouders met een belang van minimaal 5% Zie prospectus Draka 2002/2007, p. 74.

43 P. Elshout, 'Succes converteerbare lening verontrust toezichhouders', *FD* 17 maart 2003.

De bevoegdheid om het voorkeursrecht op aandelen te beperken of uit te sluiten, komt in beginsel toe aan de ava. Zij kan de uitsluitingsbevoegdheid toewijzen aan een ander vennootschapsorgaan, indien dat is aangewezen als tot uitgifte bevoegd orgaan. Tot beperking of uitsluiting moet naar mijn mening expliciet worden besloten.⁴⁴ Zie ook de eisen en voorwaarden die gesteld worden in de leden 8 j° 6 en 7 van artikel 2:96a BW.

De verlening van de bevoegdheid om het voorkeursrecht op aandelen te beperken of uit te sluiten, omvat mede de bevoegdheid tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht op *rechten tot het nemen van aandelen*.⁴⁵ Vanwege mijn standpunt met betrekking tot de reikwijdte van artikel 2:96a lid 8 BW (§ 5.3.3), omvat de genoemde verlening mijns inziens de bevoegdheid tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht op *alle soorten in nieuwe aandelen converteerbare obligaties*.

De uitgifte van aandelen met beperking of uitsluiting kan in strijd zijn met de door artikel 2:15 lid 1 aanhef en onder b BW geëiste redelijkheid en billijkheid. Ik zie geen reden om de uitgifte van converteerbare obligaties in dit verband anders te beoordelen. Over het algemeen zal van benadeling van zittende aandeelhouders geen sprake zijn indien de uitgifte van converteerbare obligaties met uitsluiting van voorkeursrecht voorziet in een reële behoefte aan kapitaal.⁴⁶ Dat is wellicht anders indien de obligatievoorwaarden niet marktconform zijn.⁴⁷ Hoe moet men oordelen over de uitgifte waaraan andere dan bedrijfseconomische motieven ten grondslag liggen? De beantwoording van die vraag valt buiten het bestek van dit onderzoek.⁴⁸

4.4.3 Niet-inachtneming voorkeursrechten

Onder inachtneming van voorkeursrechten versta ik de respectering, beperking of uitsluiting daarvan. Het besluit tot uitgifte van aandelen of in nieuwe aandelen converteerbare obligaties, zonder inachtneming van wettelijke of statutaire voorkeursrechten, is nietig wegens strijd met de wet, artikel 3:40 lid 2 BW.⁴⁹ Deze uitgifte is daar-

44 Volgens Van den Ingh 1993, p. 7, is het voorkeursrecht in de meeste gevallen 'kennelijk' uitgesloten en moet ook bij obligaties die converteerbaar zijn in aandelen in de moedermaatschappij van de debitrice, 'worden aangenomen' dat het voorkeursrecht in het besluit tot optieverlening wordt uitgesloten. Het is mij niet duidelijk of Van den Ingh bedoelt dat ook impliciet kan worden uitgesloten of beperkt.

45 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 241.

46 Zie in deze zin over de uitgifte van aandelen Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 250, p. 314.

47 In deze zin Eisma 1995, p. 1027. De Zwitserse wet bepaalt dat niemand op onzakelijke wijze bevoordeeld of benadeeld mag worden door uitsluiting of beperking van voorkeursrechten. Bovendien kan uitsluiting of beperking uitsluitend op gewichtige gronden plaatsvinden. Zie Köndgen en Daeniker 2000, p. 291-294.

48 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 251, met name over de uitgifte van beschermingsaandelen.

49 Hetzelfde geldt voor het uitgiftebesluit dat strekt tot uitgifte boven de grens van het maatschappelijke kapitaal (§ 4.5.1) en het besluit dat strekt tot uitgifte in strijd met een statutaire uitgifteblokkering (§ 4.6.2).

om non-existent (§ 2.3.6).⁵⁰ De aspirant-aandeelhouder en derden worden onder omstandigheden beschermd (§ 2.3.7).

Wat is bijvoorbeeld rechtens indien de rechthebbenden na uitgifte zonder inachtneming van hun voorkeursrechten alsnog afstand doen van hun voorkeursrechten? Het lijkt mij verdedigbaar dat het oorspronkelijke gebrek van de uitgifte daardoor wordt geheeld. De bedoelde afstand kan worden beschouwd als de vervulling van het voor de geldigheid van de uitgifte gesteld wettelijke vereiste, artikel 3:58 lid 1 BW. Voorts wijs ik op de in § 2.3.7 genoemde mening van Hartkamp, dat niet valt uit te sluiten dat de gevolgen van een van rechtswege ingetreden nietigheid wordt beperkt door toepassing van de aan de artikelen 3:53 lid 2 en 54 BW ten grondslag liggende beginselen.

4.5 Grens van maatschappelijk kapitaal

4.5.1 Overschrijding bij uitgifte aandelen

Het maatschappelijk kapitaal is het statutair bepaalde maximumbedrag waartoe kapitaal kan worden geplaatst, zonder dat de statuten behoeven te worden gewijzigd (dat volgt uit de artikelen 2:64 lid 1 en 79 lid 1 BW). Het maatschappelijk kapitaal vormt overigens ook een ondergrens, omdat artikel 2:67 lid 4 BW bepaalt dat van het maatschappelijk kapitaal ten minste een vijfde moet zijn geplaatst.

Heersende opvatting – Uitgifte boven de grens van het maatschappelijk kapitaal is naar heersende opvatting nietig.⁵¹ Het Hof Amsterdam oordeelt in 1986 over een uitgifte van aandelen in een BV die het geplaatste kapitaal boven het maatschappelijk kapitaal zou doen uitstijgen.

‘Buiten de grens van het maatschappelijk kapitaal ontbreekt op grond van de desbetreffende bepalingen in de wet iedere bevoegdheid tot uitgifte. Indien de algemene vergadering [van aandeelhouders] niettemin besluit meer aandelen uit te geven dan de omvang van het maatschappelijk kapitaal toelaat, is zulk een besluit wegens strijd met de wet nietig. Dit heeft tot gevolg dat ook de uitgifte zelf nietig is.’⁵²

In § 2.3.2 noemde ik dit arrest van het Hof Amsterdam als voorbeeld van jurisprudentie die het uitgiftebesluit als constitutief element van de uitgifte beschouwt. Dat uitgangspunt is op zichzelf juist. Hier gaat het echter om de conclusie dat de (rechts-

50 Handboek, nr 164.3, en Asser/Maeijer 2-III 2000 nr. 248, spreken van ‘ongeldige’ uitgifte. Ik ben er niet zeker van dat zij daaronder hetzelfde verstaan

51 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 88; Handboek 1992, nr. 162.

52 Hof Amsterdam 20 mei 1986, *NJ* 1987, 733 (Aquapharm BV/Vermeulen), r.o. 5.5.

handeling van) uitgifte boven de grens van het maatschappelijk kapitaal nietig is. Het hof leidt die nietigheid af van de nietigheid van het uitgiftebesluit.

Eigen mening – Naar mijn mening is het uitgiftebesluit een rechtshandeling van de NV die is gericht op het interne rechtsgevolg van de uitgifte (§ 2.3.2). Het besluit krijgt externe werking door een vertegenwoordigingshandeling van een daartoe bevoegd vennootschappelijk orgaan (§ 2.3.3). Uitgaande van die systematiek zou men vanwege de nietigheid van het uitgiftebesluit tot de non-existentie van de uitgifte moeten concluderen (§ 2.3.6).⁵³

Daartegen zou men kunnen inbrengen dat een met de wet strijdige rechtshandeling van een rechtspersoon in beginsel hetzelfde moet worden benaderd als die van een natuurlijke persoon, vergelijk artikel 2:5 BW. Een natuurlijke persoon is in staat – behoudens handelingsonbekwaamheid – zich een wil te vormen die gericht is op een rechtsgevolg dat in strijd is met een dwingende wetbepaling. Zou dat niet ook voor de rechtspersoon moeten gelden? Ik beantwoord die vraag ontkennend; het vennootschapsrecht wijkt hier af. Zie verder § 2.3.7 over de toepasselijkheid van artikel 2:16 lid 2 BW.

Van der Grinten vindt de uitgifte boven het maatschappelijk kapitaal een rechtshandeling die niet tot de rechtsbevoegdheid van de vennootschap behoort. Hij acht het bestuur om die reden ‘absoluut onbevoegd’ om de vennootschap ter zake te vertegenwoordigen.⁵⁴

Ook Honée kwalificeert de grens van het maatschappelijk kapitaal als de beperking van de rechtsbevoegdheid van de NV. Hij bepleit geen nietigheid, maar meent dat men voor de vraag wat het effect is van een handeling waarbij een beperking van de rechtsbevoegdheid van de vennootschap niet in acht wordt genomen, aansluiting moeten zoeken bij artikel 2:7 BW (vernietigbaarheid van een rechtshandeling wegens doeloverschrijding).⁵⁵

4.5.2 *Overschrijding bij uitgifte converteerbare obligaties*

Overeenkomstige handhaving grens van maatschappelijk kapitaal – De artikelen 2:96 en 96a BW zijn krachtens hun leden 5 resp. 8 van overeenkomstige toepassing op het aangaan van verbintenissen tot het nemen van aandelen, zoals de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties (§ 5.3.3). Een consistente uitvoering van deze systematiek vereist dat de grens van het maatschappelijk kapitaal overeenkomstig wordt gehandhaafd. Dat betekent dat de uitgifte van die obligaties non-exis-

53 Hetzelfde geldt voor het uitgiftebesluit dat strekt tot uitgifte zonder inachtneming van wettelijke of statutaire voorkeursrechten (§ 4.4.3) en het besluit dat strekt tot uitgifte in strijd met een statutaire uitgifteblokkering (§ 4.6.2).

54 Handboek 1992, nr. 235.1.

55 Honée 1996, p. 204, voetnoten 18-20

tent is, indien daarbij vaststaat dat de conversie zou leiden tot de overschrijding van de grens van het maatschappelijk kapitaal.⁵⁶

4.5.3 *Contractuele reservering maatschappelijk kapitaal*

De voorwaarden van converteerbare obligatieleningen geven dikwijls blijk van de bedoeling om enige waarborg te verstrekken dat de conversievennootschap haar conversieverplichtingen kan nakomen. Dat valt onder meer af te leiden uit de rol die men de trustee vaak toebedeelt bij de conversie. Het is gebruikelijk om bij laatstgenoemde aandeel- en/of certificaatbewijzen te deponeren en hem te machtigen tot uitgifte van conversieaandelen (§ 6.9.2).

Bovendien kennen convertibles vaak een obligatievoorwaarde waarin de conversievennootschap verklaart dat zij ervoor zal zorg dragen steeds voldoende ruimte in haar maatschappelijk kapitaal in stand te houden om aan haar conversieverplichtingen te kunnen voldoen.⁵⁷ Men kan de mogelijkheid openhouden dat daartoe (ook) bestaande conversieaandelen in portefeuille worden gehouden.

De contractuele reservering van het maatschappelijk kapitaal heeft weinig betekenis. Uit obligatoir oogpunt voegt zij weinig toe aan de verplichting om bij conversie conversieaandelen te verschaffen. Uit kapitaaltechnisch oogpunt heeft de reservering geen betekenis. Ondanks een contractuele reservering kunnen er geen conversieaandelen worden uitgegeven voor zover het maatschappelijk kapitaal daartoe geen ruimte biedt.

In de praktijk komt het kennelijk ook voor dat door een aantekening in het aandeelhoudersregister een deel van het nog niet uitgegeven maatschappelijk kapitaal wordt gereserveerd voor de conversie.⁵⁸ De betekenis van deze aantekening is betrekkelijk, omdat de rechter vrij is in zijn beoordeling van de bewijskracht ervan (§ 2.5.2).

4.5.4 *Reservering maatschappelijk kapitaal krachtens wettelijke systematiek*

Verbintenissen tot uitgifte benutten vrije ruimte maatschappelijk kapitaal – Reeds geplaatst kapitaal komt in mindering op de vrije ruimte van het maatschappelijk kapitaal. Minder duidelijk is of die vrije ruimte ook wordt aangetast door uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties. In het verlengde daarvan is het de vraag

56 Dorhout Mees 1933, p. 57, stelt (in iets andere bewoordingen) dat uitgifte van in nieuwe converteerbare obligaties slechts mogelijk is wanneer het niet geplaatste deel van het statutair kapitaal ten minste evenveel bedraagt als het bedrag aan aandelen waarvan de uitgifte door conversie kan worden geëist.

57 Vw. 6.23 ASML 1998/2005^o; vw. 6.b Fortis Nederland 1999/2004^o; vw. 4.11.iii Fugro 2000/2005^o; vw. 6.2 Numico 2000/2005^o; vw. 8.a Wolters Kluwer 2001/2006^o.

58 Aldus Perrick en De Serière 1991, p. 16

of reeds uitgegeven in nieuwe aandelen converteerbare obligaties door latere besluiten kunnen worden aangetast.⁵⁹

Een zekere waarborg volgt mijns inziens uit de consistente uitvoering van de aan de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW ten grondslag liggende systematiek (vergeleijk § 4.5.2). Uit deze systematiek volgt dat het aangaan van verbintenissen tot uitgifte van aandelen in mindering komt op het nog uit te geven deel van het maatschappelijk kapitaal. Dit betekent dat latere uitgifte (alsmede het aangaan van verbintenissen daartoe) niet mogelijk is indien en voor zover dat de nakoming van bestaande uitgifteverbintenissen onmogelijk maakt. De bedoelde latere uitgifte (alsmede het aangaan van verbintenissen daartoe) is nietig wegens strijd met de wet, artikel 3:40 lid 2 BW (§ 4.5.1). Deze redenering toont overigens het belang van de openbaarheid van het aangaan van verbintenissen tot uitgifte, zoals in nieuwe aandelen converteerbare obligaties (§ 3.12).

Gemengde optie (call en put) op nieuwe aandelen – Een verwante kwestie is die van de toelaatbaarheid van een gemengde optie op nieuwe aandelen. Daarvan is sprake bij een verbintenis tot uitgifte van een bepaald pakket aandelen waarvan de opeisbaarheid kan worden bewerkstelligd door de wilsuitoefening van de NV (put-element) of door de wilsuitoefening van de aspirant-aandeelhouder (call-element). Van uitgifte is dus sprake indien één van de bedoelde partijen daartoe haar wil verklaart. (De in § 5.2.1-5.2.3 beschreven verbintenisrechtelijke vormen van het conversiebeding kunnen ook dienen om de gemengde optie verbintenisrechtelijk vorm te geven.)

Dortmond bespreekt de gemengde optie in de context van preferente beschermingsaandelen en (het voorstel van) de Dertiende Richtlijn. Aan die context is aandacht besteed in § 2.3.4. Hij is van mening dat een gemengde optie niet mogelijk is, omdat daarmee tweemaal wordt beschikt over dezelfde niet-geplaatste aandelen in het maatschappelijk kapitaal.

‘In al die gevallen dat er sprake is van een zogenaamde gemengde optie met betrekking tot dezelfde aandelen meen ik dan ook dat men de putoptie, dus de mogelijkheid van het

59 Het Duitse vennootschapsrecht kent de *bedingte Kapitalerhöhung*, § 192 Abs 1 AktG. Hetzelfde geldt voor het Oostenrijkse en het Zwitserse recht Nowotny 2000, p. 185-186, Kondgen en Daeniker 2000, p. 289-294. Zie voor Spaanse recht: Espinosa 2000, p. 318-319. Voor Italiaans recht Campobasso 2000, p. 131-133. Rechtsvergelijkend Hirte 2000, p. 16-18. Zie ook Goulding 2000, p. 90-91, over conversie met overschrijding van het zogenoemde ‘authorised capital’ naar Engels recht.

Bij de Duitse *bedingte Kapitalerhöhung* wordt tot uitgifte besloten voor zover nodig is om contractuele conversieverplichtingen na te komen. Deze techniek biedt een vennootschapsrechtelijke waarborg aan conversiegerechtigden, § 192 Abs. 4 AktG. *Ein Beschluß der Hauptversammlung, der dem Beschluß über die bedingte Kapitalerhöhung entgegensteht, ist nichtig*. Dit betekent dat geen besluit kan worden genomen dat een eerder besluit tot *bedingte Kapitalerhöhung* ongedaan maakt of wijzigt ten nadele van de tot conversie gerechtigden. Zie: Bungeroth (*Aktiengesetz IV* 1994), § 192, aant. 4 en 18; Karollus (*Aktiengesetz IV* 1994), § 221, aant. 129-131.

bestuur van de vennootschap om over te gaan tot uitgifte van de aandelen waarover reeds is beschikt (door de calloptie), voor niet geschreven moet houden. Als ik wat somberder denk zou ik ook kunnen stellen dat nu de stichting ook getekend heeft voor de putoptie, zij erkend heeft dat de calloptie niet een volwaardig recht is tot het nemen van aandelen, zodat zij nog slechts aandeelhouder kan worden en wellicht daartoe verplicht is, indien het tot uitgifte bevoegde orgaan besluit tot uitgifte aan de stichting.⁶⁰

Dortmond is te somber. Een gemengde optie kan wel worden overeengekomen ten aanzien van dezelfde aandelen. Voorwaarde is dat voldoende vrije ruimte in het maatschappelijk kapitaal beschikbaar is voor de uitgifte van die aandelen (§ 4.5.2). De vrije ruimte in het maatschappelijk kapitaal wordt aangetast door uitgifte van het bedoelde pakket aandelen (zie hierboven in deze paragraaf). In zoverre wordt er éénmaal ‘beschikt’ over niet geplaatste aandelen in het maatschappelijk kapitaal. Eerst door de uitoefening van één van de optierechten wordt over de aandelen ‘beschikt’ in die zin dat zij worden uitgegeven. Door de uitoefening van één van de optierechten gaat het andere optierecht teniet. Denkbaar is dat opties herleven indien de bedoelde aandelen weer worden ingetrokken. In dat geval kan het andere optierecht niet worden uitgeoefend tot het moment van intrekking.

4.6 Conversievennootschap met besloten karakter

4.6.1 Blokkering overdracht aandelen

Het besloten karakter van een (conversie)vennootschap komt onder meer tot uiting in een statutaire blokkering van de overdracht van aandelen buiten de kring van aandeelhouders. De wet verplicht tot die blokkering van aandelen in een BV, artikel 2:195 BW. De wet verplicht niet tot de bedoelde blokkering van aandelen in een NV, maar staat haar wel toe, artikel 2:87 BW. In dit onderzoek wordt niet ingegaan op de mogelijke inhoud en vormgeving van overdrachtsblokkeringen.⁶¹

Ratio blokkering overdracht aandelen – De ratio van de wettelijk verplichte statutaire blokkering van aandelen van een BV is dat de aandeelhouders een zekere controle hebben over het doorbreken van de beslotenheid van de kring waartoe zij behoren. Een blokkeringsregeling stelt hen in staat om bij overdracht van aandelen – en de daaraan verbonden zeggensmacht – door één van hen, rekening te houden met de persoon van de verkrijger van aandelen (de overdracht *intuitu personae*).⁶² De vrijwillige blokkering van aandelen van een NV heeft mijns inziens dezelfde ratio.

60 Dortmond 2000/1, p. 102. Zie ook Dortmond 2000/2, p. 173-174

61 Zie daarover Asser/Maeyer 2-III 2000, nrs. 210-220.

62 Schwarz 1986, p. 75-76

4.6.2 *Vrije of geblokkeerde uitgifte aandelen*

De vrije uitgifte van nieuwe aandelen buiten de kring van bestaande aandeelhouders is niet in strijd met de ratio van een overdrachtsblokkering, vrijwillig of verplicht. De uitgiftebevoegdheid ligt namelijk in beginsel bij de ava (artikel 2:96/206 BW).⁶³ Bovendien hebben de zittende aandeelhouders in beginsel een wettelijk voorkeursrecht (artikel 2:96a/206a BW). Daaraan doet niet af dat de ava de uitgiftebevoegdheid aan een ander vennootschapsorgaan kan overdragen en dat het voorkeursrecht kan worden beperkt of uitgesloten (bij de BV telkens voor een enkele uitgifte). Aan de bedoelde controle doet ook niet af dat van de genoemde beginselen bij de statuten kan worden afgeweken. De ava bepaalt immers de inhoud van de statuten, artikel 2:121/231 BW.

Uitgifteblokkering – Indien men dat wenst, kan men de blokkering van de overdracht van aandelen binnen de wettelijke mogelijkheden complementeren door een blokkering van de uitgifte.⁶⁴ De statutaire blokkering van de uitgifte van aandelen belemmert mijns inziens de op uitgifte gerichte besluitvorming en daarmee de wilsvorming van de vennootschap. Uitgifte in strijd met een statutaire uitgifteblokkering is daarom non-existent.⁶⁵

Ook de verlening van rechten tot het nemen van aandelen kan statutair worden geblokkeerd. Die blokkering belemmert dan de vorming van de op verlening gerichte wil van de vennootschap. Indien de uitgifte uitdrukkelijk is geblokkeerd, geldt in beginsel dat de bedoelde verlening ook is geblokkeerd. Dit volgt logischerwijs uit de in artikel 2:96 lid 5 en 206 lid 2 BW neergelegde wettelijke systematiek. Het lijkt mij wel mogelijk om expliciet de uitgifte van aandelen wel, en de verlening van rechten tot het nemen van aandelen niet te blokkeren. Het omgekeerde lijkt mij ook mogelijk.

4.6.3 *Vrije uitgifte van in aandelen-met-overdrachtsblokkering converteerbare obligaties*

Een blokkering van de overdracht van aandelen, vrijwillig of verplicht, staat niet in de weg aan de vrije verlening van rechten tot het nemen van die aandelen. Het aangaan van de bedoelde verbintenissen is namelijk evenmin als de vrije uitgifte van aandelen in strijd met de ratio van de verplichte overdrachtsblokkering. De aandeelhouders hebben in beginsel controle over het aangaan van de bedoelde verbintenissen, artikel 2:96 lid 5/206 lid 2 BW. Zij hebben een voorkeursrecht op te verlenen rechten tot het nemen van aandelen, artikel 2:96a lid 8/206a lid 6 BW.

⁶³ *Kamerstukken II* 1970/1971, 10 689, nr. 7, p. 6

⁶⁴ Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 212 en 400.

⁶⁵ Hetzelfde geldt voor het uitgiftebesluit dat strekt tot uitgifte zonder inachtneming van wettelijke of statutaire voorkeursrechten (§ 4.4.3) en het besluit dat strekt tot uitgifte boven de grens van het maatschappelijke kapitaal (§ 4.5.1)

De hier bedoelde vrijheid heeft mijns inziens ook betrekking op het aangaan van andere verbintenissen tot uitgifte van aandelen. Zie § 5.3.3 voor de ruime reikwijdte van de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 (en dus ook 206 lid 2 en 206a lid 6) BW.

Het voorgaande betekent dat de uitgifte vrij is van alle soorten in nieuwe aandelen-met-overdrachtsblokkering converteerbare obligaties. Het lijkt mij ook mogelijk om in bestaande aandelen-met-overdrachtsblokkering converteerbare obligaties uit te geven. Een vereiste is dan dat de conversie afhankelijk is van de respectering van de geldende blokkeringsregeling.

4.6.4 *Blokkering overdracht van in aandelen-met-overdrachtsblokkering converteerbare obligaties*

De literatuur is verdeeld over de vraag of de blokkering van de overdracht van aandelen (vrijwillig of verplicht) in de weg staat aan de vrije overdracht van rechten op die aandelen buiten de kring van aandeelhouders.

Dortmond bepleit dat indien de overdracht van aandelen is geblokkeerd, ook de overdracht van het recht tot het nemen van die aandelen geblokkeerd is. Zijn argument luidt dat het niet aangaat – in het bijzonder bij de BV, waarbij de wetgever zoveel waarborgen voor de beslotenheid heeft gecreëerd – dat het recht op het nemen van geblokkeerde aandelen vrijelijk aan eenieder kan worden overgedragen. Hij meent dat indien zijn opvatting onjuist is, de wetgever artikel 2:195 BW zodanig zou moeten aanpassen dat ook de vrijelijke overdracht van het recht tot het nemen van aandelen geblokkeerd is.⁶⁶

Perrick beoordeelt de overdraagbaarheid van rechten tot het nemen van aandelen in het licht van de overdraagbaarheid van wilsrechten, waarover hieronder in deze paragraaf meer. Hij komt daarbij tot de mening dat een BV, en een NV met geblokkeerde aandelen op naam, niet vrij verhandelbare rechten tot het nemen van aandelen in het leven kan roepen. Geeft de vennootschap obligaties uit die converteerbaar zijn in geblokkeerde aandelen op naam, dan mogen deze obligaties volgens Perrick niet aan toonder worden gesteld. Volgens hem is de blokkeringsregeling voor de overdracht van aandelen analoog van toepassing op de overdracht van een recht tot het nemen van aandelen.⁶⁷

Van der Grinten en Eisma menen dat de wet zich niet verzet tegen de uitgifte van vrij overdraagbare obligaties die converteerbaar zijn in aandelen in het kapitaal van een BV.⁶⁸

Intermezzo: overdraagbaarheid wilsrechten – De overdraagbaarheid van rechten tot het nemen van aandelen in een NV is mijns inziens niet geblokkeerd, uitsluitend en alleen omdat de overdracht van de aandelen zelf statutair is geblokkeerd. Ik volg

66 Dortmond 1989, p. 45-46.

67 Perrick 1996, p. 251-252.

68 Handboek 1992, nr. 196.1, Eisma 1995, p. 1024, voetnoot 25.

Perrick dan ook niet in zijn interpretatie van de Toelichting Meijers met betrekking tot de overdraagbaarheid van wilsrechten. Ik zet mijn gedachten daaromtrent kort uiteen.

Een wilsrecht (recht op rechtsvorming) is de bevoegdheid om door een wilsverklaring, al dan niet gepaard gaand met een rechterlijke uitspraak, een nieuwe rechts-toestand te scheppen.⁶⁹ De categorie wilsrechten is diffuus.⁷⁰ Wilsrechten kunnen ontstaan uit de wet of uit een overeenkomst. De duiding als wilsrecht zegt niets over de goederen-, verbintenissen- of vennootschapsrechtelijke aard van het desbetreffende recht.

Voor de beoordeling van de overdraagbaarheid van wilsrechten is men aangewezen op een summier passage in de Toelichting Meijers op ontwerp-artikel 3.4.2.1 (het huidige artikel 3:83 BW). In de parlementaire geschiedenis komt naar voren dat ten aanzien van de overdraagbaarheid van wilsrechten geen algemene regel valt op te stellen. De Toelichting Meijers geeft slechts de weg aan waarlangs men tot een oplossing kan komen in die gevallen waarin aan de overdraagbaarheid in de praktijk behoefte bestaat.⁷¹ De bedoelde passage luidt:

‘Wanneer de bevoegdheid tot het in het leven roepen van vorderingsrechten of zakelijke rechten als een zelfstandig vermogensrecht kan worden beschouwd (optierechten; recht van wederinkoop enz.), zal de overdraagbaarheid van een dergelijke bevoegdheid worden bepaald door het recht, dat in het leven kan worden geroepen; het eerste en het tweede lid van het artikel zijn dus ook op deze bevoegdheden van toepassing.’⁷²

Bij de interpretatie van deze woorden is voorzichtigheid geboden. Het gevaar bestaat dat er meer in wordt gelezen dan Meijers wil zeggen. Zo zou uit de tekst kunnen worden opgemaakt dat de overdraagbaarheid van een wilsrecht niet kan zijn uitgesloten indien het recht dat in het leven kan worden geroepen (het onderliggende recht), overdraagbaar is. Het lijkt mij niet waarschijnlijk dat Meijers dit heeft bedoeld.⁷³ Een andere vraag is wat Meijers bedoelt met een zelfstandig vermogensrecht. Zijn daarvan uitgesloten de afhankelijke rechten en nevenrechten die aan een ander recht zijn verbonden? Of wil Meijers alleen de aan een overeenkomst verbonden ‘wilsrechten uit de overeenkomst’ uitsluiten?⁷⁴

Meest aannemelijk lijkt mij dat Meijers slechts duidelijk maakt dat de leden 1 en 2 van artikel 3:83 BW ook op wilsrechten van toepassing zijn. Daarvan getuigt het

69 Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 2.

70 Zie Snyders 1999, p. 559-562 voor een lijst van groepen van wilsrechten.

71 Parl. Gesch. Boek 3, p. 316.

72 Toelichting Meijers Boek 1-4, p. 211.

73 Zie ook Perrick 1996, p. 245-246.

74 Deze veronderstelling wordt wellicht gesteund door de Toelichting Meijers Boek 6 (p. 634) op ontwerp-artikel 6:214 (het huidige artikel 6:159 BW).

woord 'dus' in de laatste zinsnede. Een wilsrecht is overdraagbaar – als zelfstandig recht, dan wel als afhankelijk recht of nevenrecht – tenzij de aard van het recht, de wet, of een tussen schuldeiser en schuldenaar gemaakt beding zich daartegen verzet. Het antwoord op de vraag of dat laatste het geval is, wordt mede, doch niet uitsluitend, bepaald door de overdraagbaarheid van het onderliggende recht.⁷⁵ De niet-overdraagbaarheid van het onderliggende recht is een aanwijzing dat het desbetreffende wilsrecht ook niet-overdraagbaar is. Partijen kunnen echter overeenkomen dat het wilsrecht niettemin overdraagbaar is.

Eigen mening – De overdracht van rechten op BV-aandelen buiten de kring van aandeelhouders kan niet vrij zijn, tenzij de opeisbaarheid van dat recht afhankelijk is van de respectering van de geldende blokkeringsregeling. Het maakt daarbij niet uit of het een recht betreft op overdracht of uitgifte, en ook niet of het recht zelfstandig is of verbonden is aan een converteerbare obligatie.

De niet-vrije overdraagbaarheid van het recht op BV-aandelen volgt uit artikel 3:83 lid 1 BW. De wet verzet zich namelijk blijkens het daaraan ten grondslag liggende systeem tegen vrije overdracht. Zoals gezegd, is de ratio van het wettelijk systeem dat de aandeelhouders controle hebben over de doorbreking van de beslotenheid van hun kring. Zij dienen in staat te zijn het aandeelhouderschap *intuitu personae* aan derden te verschaffen. Indien de overdracht van rechten op aandelen vrij zou zijn, zou het aandeelhouderschap kunnen worden verworven door derden op wie de aandeelhouders onmogelijk het oog konden hebben bij de verlening van de bedoelde rechten. Mijn bezwaar tegen de vrije overdracht geldt logischerwijs niet rechten op aandelen waarvan de opeisbaarheid afhankelijk is van de respectering van de geldende blokkeringsregeling.

Indien de statuten een vrijwillige regeling tot blokkering van de overdraagbaarheid van de aandelen bevatten, kan de overdracht van rechten op die aandelen vrij zijn. Daarvoor is wel vereist dat dit duidelijk uit de blokkeringsregeling blijkt. Bij gebreke van een duidelijke uitzondering moet mijns inziens worden aangenomen dat de aard van de bedoelde aandelen zich verzet tegen vrije overdraagbaarheid, artikel 3:83 lid 1 BW.

Het voorgaande betekent dat in bestaande of nieuwe BV-aandelen converteerbare obligaties niet vrij kunnen worden overgedragen aan anderen dan aandeelhouders.⁷⁶ Dit is alleen anders indien de conversie afhankelijk is van de respectering van de

75 Anders Snijders 1999, p. 565, die – gesteld dat ik hem goed lees – de volgende standpunten inneemt ten aanzien van de overdraagbaarheid van de optie. Wilsrechten waarvan de uitoefening leidt tot verkrijging van een enkel recht (bijvoorbeeld een vordering), zijn overdraagbaar op dezelfde voet als dat recht. Voor overdraagbaarheid zonder medewerking van de wederpartij is niettemin geen plaats wanneer die uitoefening tot een nieuwe rechtsbetrekking leidt, waarbij ook de persoon van de verkrijger voor de wederpartij van belang zou kunnen zijn (bijvoorbeeld omdat zij ook op hem verplichtingen legt).

blokkeringsregeling. Voor zover de blokkeringsregeling bestaat in een goedkeuringsregeling, kan die goedkeuring niet bij voorbaat worden verleend. Obligaties die converteerbaar zijn in aandelen met een vrijwillige statutaire overdrachtsblokkering, kunnen vrij overdraagbaar zijn. Daarvoor is wel vereist dat de bedoelde blokkeringsregeling de overdraagbaarheid van rechten op aandelen expliciet toestaat. Converteerbare obligaties die niet vrij overdraagbaar zijn, mogen niet aan toonder worden gesteld, vergelijk artikel 2:202 BW.

4.6.5 Alternatieven

Conversie in certificaten van aandelen – Obligaties die converteerbaar zijn in certificaten van aandelen, brengen de beslotenheid van de kring van aandeelhouders niet in gevaar.⁷⁷

Voorwaarde conversie – Van den Ingh oppert de mogelijkheid om in de statuten te bepalen dat degene die door conversie aandeelhouder is geworden, verplicht is tot aanbieding van zijn (door conversie verkregen) aandelen aan de overige aandeelhouders. Hij merkt daarbij op dat dan in feite sprake is van een voorwaardelijk conversierecht.⁷⁸ Men zou ook kunnen spreken van een kwaliteitsreis: om te kunnen converteren, moet men aandeelhouder zijn.

De wet bepaalt (inmiddels) in artikel 2:87a lid 1 BW dat de statuten kunnen bepalen dat de aandeelhouder in bepaalde gevallen gehouden is zijn aandelen aan te bieden en over te dragen. Een dergelijke verplichting zou kunnen gelden voor de niet-aandeelhouder die door conversie aandeelhouder wordt. Ik vraag mij af of de bedoelde regeling binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid valt.⁷⁹ Bovendien is het niet praktisch om de bedoelde regeling in de statuten op te nemen. De statuten bevatten dan een bepaling voor een situatie die zich hoogstens éénmaal (bij conversie) en wellicht nooit voordoet (indien niet wordt geconverteerd). Het lijkt mij daarom beter een regeling in de obligatievoorwaarden op te nemen. Daarin kan echter moeilijk worden verplicht tot de overdracht van door conversie verkregen aandelen. Wel zou de conversie afhankelijk kunnen zijn van de voorwaarde (vergelijk de opmerking van Van den Ingh) dat de converteerbare obligatie eerst wordt aangeboden aan zittende aandeelhouders. Een dergelijke voorwaarde noemde ik al in § 4.6.4 als

76 De blokkering is deel van de materiële inhoud van de bedoelde converteerbare obligaties, in het bijzonder van het conversiebeding. Op de goederenrechtelijke gevolgen daarvan, waaronder de bescherming van de verkrijger van de bedoelde obligaties, ga ik niet verder in. Vergelijk onder meer Kortmann 1991; Kuipers 1993.

77 Van den Ingh 1993, p. 19; Faber 1993, p. 90.

78 Van den Ingh 1993, p. 18

79 Zie ook de MvT bij het wetsvoorstel herziening preventief toezicht, *Kamerstukken II* 1998/1999, 26 277, nr. 3, p. 8

een manier om de niet-overdraagbaarheid van converteerbare obligaties op te heffen. Men kan de voorwaarde naar believen vormgeven. De prijs van de over te dragen converteerbare obligaties kan bijvoorbeeld worden gerelateerd aan de waarde van de conversieaandelen. Ook kan men bepalen dat de aandeelhouder na verkrijging van de converteerbare obligaties moet converteren, niet mag converteren of daartussen kan kiezen.

CONVERSIEBEDING EN CONVERSIE

5.1 Inleiding

In de inleiding van dit onderzoek werd duidelijk dat conversie van obligaties plaatsvindt krachtens een conversiebeding. Het conversiebeding bepaalt door welke gebeurtenis en onder welke omstandigheden conversie in werking treedt door de uitoefening van een wilsrecht, de vervulling van een voorwaarde of de vervulling van een tijdsbepaling. De inwerkingtreding van de conversie betekent niet dat zij ook is voltooid. Dat is pas het geval indien de voormalig obligatiehouder conversieaandelen (of -certificaten) heeft verkregen.

Van belang is of de inwerkingtreding van conversie een opeisbare verbintenis tot verschaffing van conversieaandelen bewerkstelligt. Alleen in dat geval is geen nieuwe wilsovereenstemming nodig. In § 5.2 wordt daarom onderzocht welke verbintenissenrechtelijke vormen aan het conversiebeding kunnen worden gegeven.

Voor zover het conversie in nieuwe aandelen betreft, is van belang of er na de inwerkingtreding van conversie vennootschapsrechtelijke belemmeringen in de weg staan aan de uitgifte van de conversieaandelen. Besluitvorming moet hebben plaatsgevonden en voorkeursrechten moeten zijn gerespecteerd. In dat geval zijn converteerbare obligaties vennootschapsrechtelijk te kwalificeren als verbintenissen tot het nemen van aandelen. In § 5.3 wordt daarom onderzocht welke converteerbare obligaties vallen onder de reikwijdte van de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW.

In § 5.4 komen twee kapitaalbeschermingsrechtelijke vragen aan de orde. De eerste vraag is of wettelijke waarderingsvoorschriften toepasselijk zijn, zie daarover § 5.4.2. De tweede vraag is of bij omzetting een inbrengverbintenis ontstaat, zie daarover § 5.4.3.

In § 5.5 wordt onderzocht hoe de omzetting kan worden geduid van een geldvordering uit een andere rechtsverhouding dan geldlening in een vordering uit geldlening. Die kwalificatie heeft van oudsher de aandacht van rechtsgeleerden. Zij is van belang omdat zij tot helderheid kan dienen bij de kwalificatie van de conversie van obligaties in nieuwe aandelen.

De resterende paragrafen bevatten specifieke overwegingen over mogelijke kwalificaties van de belangrijkste conversievormen: conversie van convertibles in § 5.6, conversie in bestaande aandelen van (reverse) exchangeables in § 5.7, complexe driehoeksconversie in § 5.8 en conversie in nieuwe certificaten van aandelen in § 5.9. De beschouwingen over de klassieke conversie zijn het meest uitgebreid. Zij vormen de grondslag van de meer summiere beschouwingen over de overige conversievormen.

5.2 Verbintenrechtelijke vorm van conversiebeding

5.2.1 Voorovereenkomst

De voorovereenkomst (*pactum de contrahendo*) kan verplichten tot het sluiten van een uitgifteovereenkomst. Die verplichting kan afhankelijk zijn van de wilsuitoefening van één der partijen, de vervulling van een voorwaarde of de vervulling van een tijdsbepaling.

De voorovereenkomst moet worden onderscheiden van de optieovereenkomst (§ 5.2.2) (en de overeenkomst onder voorwaarde of tijdsbepaling, § 5.2.3).¹ Kern van het onderscheid is dat alle partijen bij een voorovereenkomst te geleger tijd alsnog moeten instemmen met de onderliggende overeenkomst. Dat zal bij de conversie van obligaties meestal niet de bedoeling zijn van de betrokken partijen.

Ook vanwege artikel 6:219 lid 3 BW zal een conversiebeding niet snel uitgelegd kunnen worden als een toezegging om een onderliggende overeenkomst aan te gaan. Een beding waarbij één der partijen zich verbindt om, indien de wederpartij dit wenst, met haar een bepaalde overeenkomst te sluiten, geldt als een onherroepelijk aanbod. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat dit alleen anders is, indien op duidelijke wijze van een andere bedoeling blijkt of de wet voor een bijzondere overeenkomst anders bepaalt.² Het lijkt mij logisch om aan te nemen dat hetzelfde geldt indien de conversie afhankelijk is van een voorwaarde of tijdsbepaling. Tenzij uitdrukkelijk anders blijkt, is die voorwaarde of tijdsbepaling dus een beding van de onderliggende overeenkomst, en niet een voorwaarde of tijdsbepaling van een voorovereenkomst.

5.2.2 Optieovereenkomst

Onder een optie versta ik het wilsrecht tot aanvaarding van een aanbod tot het aangaan van een onderliggende overeenkomst. Een optie is niet een recht op een onderliggende prestatie. Het bedoelde aanbod is veelal neergelegd in een overeenkomst.³ Indien een aanbod niet is neergelegd in een overeenkomst, vloeit het betreffende optierecht voort uit artikel 6:217 lid 1 BW. Dat artikel dat bepaalt dat een overeenkomst tot stand komt door aanbod en aanvaarding. Deze bepaling impliceert dat degene aan wie een aanbod is gedaan, het recht heeft een overeenkomst tot stand te brengen. Andersom bezien is degene die het aanbod heeft gedaan, door de wet gebonden aan die eventuele totstandkoming.

Een optierecht kan onherroepelijk zijn en kan afhankelijk zijn van een voorwaarde of tijdsbepaling. Men moet een voorwaardelijk optierecht onderscheiden van rech-

1 Zie over dit onderscheid Losbl Contractenrecht II-A, nr. 394 (Blei Weissmann), Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 74, Losbl. Verbintenissenrecht, Art. 217-227 I, aant. 9 (Blei Weissmann).

2 Parl. Gesch. Boek 6, p. 883

3 Asser/Hijma 5-I 1994, nr. 185; Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 74. Eisma 1999, p. 21-23, noemt de optieovereenkomst een overeenkomst van eigen aard.

ten uit een overeenkomst die afhankelijk is van de vervulling van een voorwaarde of tijdsbepaling, zie de volgende paragraaf.

5.2.3 Overeenkomst onder voorwaarde of tijdsbepaling

De literatuur is summier over de verbintenissenrechtelijke vorm van het conversiebeding. Voor zover het conversie in nieuwe aandelen betreft, spreekt de meerderheid daarvan over een uitgifte onder opschortende voorwaarde.

Pabbruwe beschouwt de converteerbare obligatielening als een gemengde overeenkomst, die naast het karakter van geldlening tevens het karakter heeft van een overeenkomst onder opschortende voorwaarde tot het uitgeven en nemen van aandelen. Hem lijkt, gezien de gebruikelijke redactie van de voorwaarden van de converteerbare obligatielening, het aannemen van een voorwaardelijke overeenkomst tot uitgifte meer op zijn plaats dan de veronderstelling dat door uitoefening van het optierecht (tot conversie van obligaties in aandelen) automatisch zo'n overeenkomst ontstaat, dan wel een verplichting van partijen tot het aangaan van zo'n overeenkomst ontstaat.⁴ Ook Van den Ingh gaat uit van uitgifte van aandelen onder opschortende voorwaarde van de uitoefening van het conversierecht.⁵ Bilderbeek en Janssen stellen dat men de overeenkomst tussen obligatiehouder en NV wellicht een leningsovereenkomst onder ontbindende voorwaarde en tegelijkertijd een (aandelen)plaatsingsovereenkomst onder opschortende voorwaarde zou kunnen noemen. De voorwaarde is in hun ogen de (beslissing tot) conversie.⁶

Voor het aanmerken van een overeenkomst als een overeenkomst van geldlening in de zin van artikel 7A:1791 BW is voldoende dat een verplichting tot teruggave bestaat. Deze verplichting kan volgens de Hoge Raad zeer wel voorwaardelijk zijn aangegaan.⁷

De overeenkomst tot overdracht van bestaande conversieaandelen onder voorwaarde of tijdsbepaling laat ik in deze paragraaf buiten beschouwing. Ik beperk mij tot de uitgifte (van conversieaandelen) onder voorwaarde of tijdsbepaling.

Uitgifte van aandelen onder opschortende voorwaarde – Van Solinge en Nieuwe Weme passen het leerstuk van de voorwaardelijke verbintenissen toe op de uitgifte van aandelen.⁸ Zij hebben het oog op de opschortende voorwaarde dat een onvriendelijk openbaar bod op de aandelen van een NV wordt voorbereid of uitgebracht. De schrijvers zoeken daarmee een alternatief voor de bescherming van een NV door de verlening van call-opties op preferente aandelen. Kwestieus is immers of de uitgifte

4 Pabbruwe 1974, p. 151

5 Van den Ingh 1993, p. 7.

6 Bilderbeek en Janssen 1973, p. 140

7 HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 50 (Helm AG/ Aerts e.a.), r.o. 3.4.5

8 Van Solinge en Nieuwe Weme 1999, p. 467-471, dezelfde 2000, p. 101-103

van dergelijke aandelen wordt verboden door artikel 9 lid 2 van de Dertiende Richtlijn. In § 2.3.4 stelde ik mij op het standpunt dat dit (strikt genomen) niet het geval is, omdat voor de uitgifte van aandelen geen bijkomende goederenrechtelijke rechtshandeling is vereist en omdat dat niet anders is indien de uitgifteovereenkomst tot stand komt door de uitoefening van een optie op aandelen.

Zoals geopperd door Van Solinge en Nieuwe Weme, is het mogelijk om onder opschortende voorwaarde uit te geven. Dit betekent in de eerste plaats dat in vennootschapsrechtelijke betekenis sprake is van een verbintenis tot het nemen van aandelen, § 5.3.3 (de schrijvers spreken van 'een vennootschapsrechtelijk perfect besluit'). In de tweede plaats is sprake van een uitgifteovereenkomst (de schrijvers spreken van een 'plaatsingsovereenkomst') onder opschortende voorwaarde in de zin van artikel 3:38 BW.⁹

Een verbintenis met een potestatieve voorwaarde – een opschortende voorwaarde die afhangt van de enkele wil van de schuldenaar – is nietig wegens strijd met haar wezen.¹⁰ Uit die figuur kan men hoogstens een aanbod van de schuldeiser afleiden. Dit geldt echter weer niet voor de verbintenis onder potestatieve voorwaarde die onderdeel is van een wederkerige overeenkomst. Daaruit vloeien wederkerige verbintenissen voort onder de voorwaarde van de wil van een partij – die dus zowel schuldeiser als schuldenaar is – om zich te verbinden.¹¹

Uit een voorwaardelijke uitgifteovereenkomst ontstaan voorwaardelijke verbintenissen.¹² De actiefzijden daarvan zijn geen 'voorwaardelijke aandelen'. Het zijn rechten op aandelen onder opschortende voorwaarde. De werking van de verbintenissen/vorderingsrechten vangt eerst aan met de vervulling van de desbetreffende voorwaarde. Die werking is dat de actiefzijden van deze verbintenissen bij de vervulling van de voorwaarde onmiddellijk transformeren in aandelen.

Ik teken hierbij nog aan dat de door Van Solinge en Nieuwe Weme t.a.p. gemaakte vergelijking van de voorwaardelijke uitgifte met de voorwaardelijke levering ex artikel 3:84 lid 4 BW, niet opgaat.¹³ De uitgifte gaat namelijk niet gepaard met een bijkomende, goederenrechtelijke rechtshandeling (hetgeen ook niet door de schrijvers wordt betoogd), § 2.4. Uitgifte is het uit overeenkomst doen ontstaan van een – bijzonder, door de wet beheerst – vermogensrecht. De plaatsing van aandelen is het sluiten van de uitgifteovereenkomst door de NV. De plaatsing is geen goederenrechtelijke beschikkingshandeling, maar een zuiver obligatoire handeling.

9 Zie Asser/Hartkamp 4-II 2001, hoofdstuk XIII, over de vervulling van een rechtshandeling onder voorwaarde of tijdsbepaling. In nr. 273 wordt opgemerkt, dat voor zover niet specifiek van belang voor de voorwaardelijke *verbintenissen*, het in Asser/Hartkamp 4-I 2004, hoofdstuk V, ten aanzien van voorwaardelijke verbintenissen opgemerkte, ook van (overeenkomstige) toepassing is op andere voorwaardelijke rechtshandelingen.

10 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 167.

11 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 168.

12 De wet regelt de voorwaardelijke verbintenissen in afdeling 6.1.5 BW (artikelen 21-26). Zie over voorwaardelijke verbintenissen Asser/Hartkamp 4-I 2004, Hoofdstuk 5.

13 Over de levering onder voorwaarde Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001, nr. 218-223.

Uitgifte onder ontbindende voorwaarde – Aandelen kunnen niet onder ontbindende voorwaarde worden uitgegeven, in die zin dat de vervulling van een ontbindende voorwaarde de desbetreffende aandelen teniet doet gaan. De vennootschapsrechtelijke regels omtrent de intrekking van aandelen (artikelen 2:99 en 100 BW) derogeren aan het algemeen vermogensrecht. De mitigatie van de gevolgen van ontbinding voor reeds verrichte prestaties krachtens artikel 6:24 BW, biedt hier geen uitkomst. De ontbinding van de uitgifte zou immers alleen zijn gericht op intrekking van de uitgegeven aandelen.

Tijdsbepaling – De uitgifte kan ook onder een tijdsbepaling overeen worden gekomen, artikel 3:38 BW. Het is dan zeker *dat* de gebeurtenis waarvan de uitvoering van de uitgifteverbintenis afhangt, zal plaatsvinden, ongeacht of zeker is wanneer dit zal zijn.¹⁴ Een verbintenis onder tijdsbepaling bestaat terstond.¹⁵ Bij automatisch te converteren obligaties is sprake van een uitgifte onder tijdsbepaling, in dier voege dat de inbreng bij voorbaat geschiedt bij het sluiten van de uitgifteovereenkomst, en het ontstaan van aandelen wordt uitgesteld (§§ 6.5 en 5.6.4).

5.2.4 *Facultatieve verbintenis*

Bij objectieve schuldwijziging wordt de prestatie van een verbintenis gewijzigd, maar blijft haar identiteit behouden. Indien de prestatiewijziging (of -wisseling) van een verbintenis van meet af aan is bedongen, kan die verbintenis facultatief zijn. Een verbintenis is facultatief, wanneer de schuldenaar verplicht is tot een primaire prestatie die, met behoud van identiteit van de verbintenis, kan worden vervangen door een subsidiaire prestatie. Strikt genomen, is dus niet de bedoelde verbintenis, maar de prestatie facultatief.

De *facultas solvendi* is de bevoegdheid van de schuldenaar om een facultatieve verbintenis te voldoen door verrichting van de subsidiaire prestatie. Een facultatieve verbintenis vloeit voort uit een overeenkomst of rechtstreeks uit de wet.¹⁶ Van de facultatieve verbintenis onderscheidt men de alternatieve verbintenis. Van de laatste is sprake wanneer de schuldenaar verplicht is tot een of meer verschillende prestaties, waartussen moet worden gekozen om het voorwerp van de verbintenis vast te kunnen stellen. Voordat deze keuze is gemaakt, staat dus niet vast welke van de aangewezen prestaties ter nakoming van de alternatieve verbintenis zal moeten worden verricht. Blijft bij de facultatieve verbintenis een keuze voor de subsidiaire prestatie uit, dan is de schuldenaar verplicht om de primaire prestatie te verrichten.

14 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 155 en 234

15 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 236

16 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 146, noemt als voorbeeld van wettelijke facultatieve verbintenissen artikel 3:122 BW en ontwerp-artikel 7:111 5 BW.

De wet zwijgt over de facultatieve verbintenis. Zij is in de rechtsliteratuur, in vergelijking tot de alternatieve verbintenis, weinig belicht.¹⁷

De wet besteedt in afdeling 6.1.4 BW wel aandacht aan de alternatieve verbintenis. (Ook het oud-BW kende alleen een regeling van de alternatieve verbintenis.) De reden voor dit verschil is dat de wettelijke regeling van de alternatieve verbintenis voorziet in een aantal denkbare problemsituaties. De belangrijkste daarvan is de situatie waarin de keuzegerechtigde verzuimt een keuze te maken voor één der prestaties.¹⁸ Omdat de alternatieve verbintenis dan niet kan worden nagekomen, biedt artikel 6:19 BW een uitweg. De facultatieve verbintenis is daarentegen steeds enkelvoudig, zowel vóór als na het eventueel uitbrengen van een keuze voor de subsidiaire prestatie. Het uitblijven van een keuze levert niet dezelfde impasse op. Daarom is een wettelijke regeling van dit aspect van de facultatieve verbintenis niet nodig. Dit is wellicht reden geweest voor een algeheel wettelijk stilzwijgen ter zake van de facultatieve verbintenis. Bovendien is de behoefte aan een wettelijke regeling vermoedelijk niet groot, omdat er zelden problemen lijken op te treden. De Toelichting Meijers merkt in ieder geval op dat van de vele moeilijkheden die men zich bij de rechtsfiguur van de alternatieve verbintenis kan denken, in de praktijk zelden blijkt.¹⁹ Verder motiveert de Toelichting Meijers het achterwege laten van een wettelijke regeling van de facultatieve verbintenis als volgt:

‘Het is niet nodig geoordeeld naast de alternatieve verbintenis de facultatieve te regelen, welke bijzonderheid niet anders is dan een toestemming bij voorbaat door de schuldeiser tot inbetalinggeving van iets anders dan het verschuldigde of een toestemming bij voorbaat door de schuldenaar tot vervanging van de verschuldigde prestatie door een andere, indien de schuldeiser een daartoe strekkende verklaring aflegt.’²⁰

De rechtsliteratuur volgt deze benadering.²¹

Het conversiebeding kan worden vormgegeven als de mogelijkheid tot wijziging van de prestatie van een facultatieve verbintenis.²² De primaire prestatie bestaat dan in de aflossing van de obligatie in geld. De subsidiaire prestatie bestaat dan in de verschaffing van conversieaandelen. De prestatiewijziging door conversie gaat gepaard

17 Suyling II-1 1934, nr. 216; Van Brakel 1948, § 236; Pitlo 1979, p. 129-133; Brunner en De Jong 1999, § 59, Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs 146-148; Losbl Verbintenissenrecht, art 17, aant 3 (Den Tonkelaar).

18 Zie uitgebreid Steenbeek 1986

19 Parl. Gesch Boek 6 BW, p. 133.

20 Toelichting Meijers Boek 6, p 496

21 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 146; Brunner en De Jong 1999, p. 47, Losbl. Verbintenissenrecht, art 17, aant 3 (Den Tonkelaar).

22 In de Duitse literatuur heerst de opvatting dat converteerbare obligaties facultatieve verbintenissen zijn, zie Karollus (*Aktengesetz IV* 1994), § 221, aant. 146. Men spreekt van een *facultas alternativa*, een *Ersetzungsbefugnis*. Deze opvatting resulteerde uit een discussie waarin ook ruil en verrekening werden betrokken.

met het opeisbaar worden van de convertible. Door de prestatiewijziging wijzigt ook het rechtskarakter van de rechtshandeling van aflossing van de obligatie.²³ Bij conversie in bestaande aandelen bestaat de nakoming in de overdracht van die aandelen. Bij conversie in nieuwe aandelen bestaat de nakoming in de uitgifte van die aandelen.

De literatuur stelt dat de prestatiewijziging van een facultatieve verbintenis kan plaatsvinden door de uitoefening van een wilsrecht door de schuldeiser, de schuldeenaar of een derde. De prestatiewijziging kan mijns inziens ook afhankelijk zijn van de vervulling van een voorwaarde of de vervulling van een tijdsbepaling. Dit betekent dat de facultatieve verbintenis kan worden betrokken op de obligatie die converteerbaar is door de debitrice/conversievennootschap, de derde-conversievennootschap, een andere derde of door de vervulling van een voorwaarde of tijdsbepaling.

De facultatieve aard is inherent aan de desbetreffende verbintenis. Hij maakt deel uit van haar materiële inhoud. Die aard vloeit dus niet voort uit een voorovereenkomst, optieovereenkomst of voorwaardelijke overeenkomst die de facultatieve verbintenis verandert. Met andere woorden: de vervanging van de primaire prestatie door de subsidiaire prestatie vloeit voort uit de facultatieve verbintenis zelf.

Bij wijziging van de prestatie van een facultatieve verbintenis is geen sprake van schuldvernieuwing, omdat die zou betekenen dat de genoemde vervanging gepaard gaat met het tenietgaan van de oorspronkelijke, en het ontstaan van een nieuwe verbintenis. De subsidiaire prestatie is echter voorwerp van de oorspronkelijke verbintenis.

Bij wijziging van de prestatie van een facultatieve verbintenis is ook geen sprake van inbetalinggeving. De figuren zijn wel verwant, omdat zij beide neerkomen op de wijziging van het voorwerp van een verbintenis. Inbetalinggeving is echter de nakoming van een bestaande enkelvoudige verbintenis door de verrichting van een oorspronkelijk niet, maar in een later stadium bedongen prestatie. Inbetalinggeving is dus geen beding van de oorspronkelijke verbintenis. Om deze reden is inbetalinggeving een onverplichte rechtshandeling in de zin van artikel 42 lid 1 Fw.²⁴ De nakoming op zich is weliswaar verplicht in de zin van artikel 47 Fw, maar niet de met inbetalinggeving gepaard gaande objectieve schuldwijziging. Daarentegen is de nakoming van een facultatieve verbintenis een verplichte rechtshandeling. Alleen de daaraan voorafgaande prestatiewijziging is een onverplichte rechtshandeling voor

23 Dit geldt althans in de door Rank gehuldigde opvatting, waarin de prestatie die de betaling uitmaakt, voor het rechtskarakter van de betaling bepalend wordt geacht. Zie Rank 1996, p. 143-151, over het rechtskarakter van de betaling, en de mogelijke wijzen van betaling van een schuld.

24 HR 20 november 1998, *NJ* 1999, 611 (Verkerk Varkenshandel BV/Tiethoff q.q.), r.o. 5 en de noot van S.C.J.J. Kortmann onder 5, Rb. 's-Hertogenbosch 19 mei 2000, *JOR* 2001/114 (Aerts q.q./Van Engeland-De Groot BV), r.o. 4.4 en de noot van S.C.J.J. Kortmann onder 2.

degene die daartoe gerechtigd is.²⁵ Hetzelfde geldt, *mutatis mutandis*, voor de uitoefening van contractuele rechten tot verrekening of schuldvernieuwing.²⁶

De wet regelt inbetalinggeving in artikel 6:45 BW: slechts met toestemming van de schuldeiser kan een schuldenaar zich van zijn verbintenis bevrijden door een andere prestatie dan de verschuldigde, al mocht zij van gelijke of zelfs hogere waarde zijn. Inbetalinggeving is géén species van de afstand (om baat). Om die reden is bij inbetalinggeving geen sprake van schuldvernieuwing en moet zij (naar huidig recht) worden onderscheiden van afstand.²⁷ Hoewel de wet slechts rept van de toestemming van de schuldeiser, is inbetalinggeving een overeenkomst tussen schuldeiser en schuldenaar.²⁸ Artikel 6:45 BW zou kunnen worden gemist. De wettelijk vereiste toestemming van de schuldeiser spreekt namelijk vanzelf. Hetzelfde geldt voor de niet uitdrukkelijk vereiste toestemming van de schuldenaar.²⁹ In het algemeen geldt dat iedere wijziging van een voorwaarde van een verbintenis (anders dan de prestatie), de instemming van de partij(en) behoeft. De wetgever heeft met artikel 6:45 BW willen benadrukken dat inbetalinggeving nakoming van de oorspronkelijke verbintenis oplevert.³⁰

Inbetalinggeving is een objectieve schuldwijziging die gepaard gaat met de daadwerkelijke nakoming van de desbetreffende verbintenis.³¹ Bij objectieve schuldwijziging hoeft echter niet per se onmiddellijk te worden gepresteerd.

5.3 Vennootschapsrechtelijke vorm van conversiebeding

5.3.1 *'Rechten tot het nemen van aandelen'*

De vennootschapsrechtelijke kwalificatie als 'rechten tot het nemen van aandelen' in de zin van de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW betekent dat aan de verlening van de desbetreffende rechten op nieuwe aandelen een rechtsgeldig vennootschappelijk besluit ten grondslag ligt en de voorkeursrechten van zittende aandeelhouders in acht

25 Zowel de nakoming van een alternatieve verbintenis als de daaraan voorafgaande keuze van de daartoe gerechtigde voor één van de verschuldigde prestaties is een verplichte rechtshandeling. De alternatieve verbintenis kan immers niet worden nagekomen zonder het uitbrengen van de bedoelde keuze, zie hierboven in deze paragraaf. Zie ook Verstijlen 1999, p. 130, voetnoot 15.

26 Vgl. Verstijlen 1999, p. 128. Zie ook Rb. Arnhem 7 maart 2002, *JOR* 2002/158 (Janssen q q /E-Innovation BV en Prave BV).

27 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 625.

28 Asser/Hartkamp 4-I 2004 spreekt in nr. 615 van een overeenkomst

29 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 224.

30 Vóór de invoering van het huidige BW werd namelijk gestreden over de vraag of inbetalinggeving schuldvernieuwing opleverde. Artikel 1425 BW (oud) liet ruimte voor discussie. De wetgever heeft aan deze controverse een einde gemaakt. Zie Parl. Gesch. Boek 6, p. 183

31 Volgens Suyling II-2 1936, nr. 394, ligt in elke inbetalinggeving een obligatoire overeenkomst tot wijziging van het object van de oorspronkelijke verbintenis besloten.

zijn genomen (dat wil zeggen: gerespecteerd, uitgesloten of beperkt). De hier bedoelde kwalificatie kan betrekking hebben op in nieuwe aandelen converteerbare obligaties. Bij conversie in bestaande aandelen wordt immers niet uitgegeven.

De vennootschapsrechtelijke vorm zegt niets over de verbintenisrechtelijke aard van de desbetreffende rechten. Het omgekeerde geldt evenmin. Een recht op nieuwe aandelen kan in verbintenisrechtelijke zin worden verleend, zonder dat daarbij de genoemde vennootschapsrechtelijke rechtshandelingen worden verricht (besluitvorming en inachtneming van voorkeursrechten). Ik ga er niettemin van uit dat zulks wel het geval is bij in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.³²

5.3.2 *Wettelijk uitgangspunt: wilsrecht van potentiële aandeelhouder*

Het impliciete uitgangspunt van de wetgever is dat rechten tot het nemen van aandelen altijd afhankelijk zijn van de uitoefening van een wilsrecht van de potentiële aandeelhouder. Dit valt af te leiden uit de formulering van de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW. In die wetbepalingen wordt namelijk alleen gesproken van het uitgeven van aandelen 'aan iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent'. Het bedoelde uitgangspunt betekent, strikt genomen, dat de wetgever ook bij in nieuwe aandelen converteerbare obligaties alleen het oog heeft op obligaties die door de obligatiehouder kunnen worden geconverteerd in nieuwe aandelen in het kapitaal van de debitrice. De MvT bij artikel 2:96 lid 5 BW luidt (ten dele):

'Dit lid betreft de uitgifte van obligaties die in aandelen converteerbaar zijn en van, al dan niet met obligaties verbonden, optierechten (warrants) om aandelen (in een bepaald tijdvak tegen een bepaalde koers) te verkrijgen. Met de uitgifte van dergelijke waardepapieren, of de toekenning in andere vorm, verplicht de vennootschap zich aan de houders of toekomstige houders van deze rechten te zijner tijd aandelen uit te geven.'³³

Ook in de literatuur wordt een recht tot het nemen van aandelen meestal als een wilsrecht beschouwd, en heeft men het oog op obligaties die door de obligatiehouder kunnen worden geconverteerd.³⁴ Een uitzondering is Eisma, die vindt dat van een recht tot het nemen van aandelen ook sprake is, indien het recht van omwisseling van obligaties in aandelen aan de debitrice de keuze geeft om aandelen van een andere vennootschap te doen uitgeven.³⁵ In de volgende paragraaf neem ik een nog ruimer standpunt in.

32 Naar Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 146. Naar Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 187. Naar Zwitsers recht: Köndgen en Daeniker 2000, p. 274-275. Naar Spaans recht: Espinosa 2000, p. 317.

33 *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr. 3, p. 30.

34 Handboek 1992, nr. 196.1, Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 258 (en 238); Perrick 1992, p. 122, Perrick 1995, p. 8, Perrick 1996, p. 249.

35 Eisma 1995, p. 1025.

5.3.3 Reikwijdte van artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW

Het in § 5.3.2 geschetste uitgangspunt is te beperkt. Verbintenissen die strekken tot uitgifte van aandelen, kunnen, behalve van de uitoefening van een wilsrecht van de potentiële aandeelhouder, ook afhankelijk zijn van:

- uitoefening van een wilsrecht door de NV om wier aandelen het gaat,
- uitoefening van een wilsrecht van een derde, of
- vervulling van een voorwaarde of van een tijdsbepaling.

De artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW houden geen rekening met die andere verbintenissen tot uitgifte. Zij houden dus ook geen rekening met andere converteerbare obligaties dan de obligaties die door de obligatiehouder kunnen worden geconverteerd. Het moet mogelijk zijn om niet de nakoming, maar het aangaan van alle verbintenissen tot uitgifte, als vennootschapsrechtelijk relevant moment aan te merken. Dit standpunt vindt steun bij de artikelen 25 lid 4 en 29 lid 6 Tweede Richtlijn, ter implementatie waarvan de genoemde wetsbepalingen zijn ingevoerd. De richtlijn bepaling is ruimer geformuleerd dan de wetsbepalingen. De richtlijn spreekt namelijk van de uitgifte van *alle* effecten die in aandelen converteerbaar zijn, of waaraan een recht tot het nemen van aandelen is verbonden.³⁶ Dit betekent dat de tekst van de Nederlandse wet minder ver strekt dan waartoe de tekst van de Tweede Richtlijn verplicht.

Het ingenomen ruimere standpunt vindt steun bij de ratio van de genoemde wetsbepaling. De wetgever beoogt met lid 5 van artikel 2:96 BW te voorkomen dat het bestuur van een vennootschap rechten tot het nemen van aandelen uitgeeft om de hoofdregel van lid 1 van hetzelfde artikel te ontduiken (de bevoegdheid tot uitgifte komt behoudens delegatie toe aan de ava).³⁷ Dit oogmerk is niet alleen te betrekken op wilsrechten tot het nemen van aandelen. Hetzelfde geldt voor de ratio van artikel 2:96a lid 8 BW. Om het voorkeursrecht van aandeelhouders op aandelen te waarborgen, wordt hun een voorkeursrecht toegekend op rechten – zoals converteerbare obligaties en optierechten – waarmee de vennootschap zich aan de houders of toekomstige houders van die rechten verplicht om te zijner tijd aandelen uit te geven.³⁸

De artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW kunnen in de bedoelde extensieve zin worden gelezen, vanwege de daaraan ten grondslag liggende redeneringen. Toch verdient het aanbeveling om de bewoordingen van de artikelleden aan te passen. Een aangepaste tekst zou als volgt kunnen luiden.

36 De richtlijn bepaling spreekt abusievelijk niet van een recht tot het nemen van aandelen, doch van een 'voorkeursrecht', Schutte-Veenstra 1991, p. 178, voetmoot 81.

37 *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr. 3, p. 30.

38 *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr. 3, p. 32.

artikel 2:96 lid 5 BW:

Dit artikel is van overeenkomstige toepassing op het aangaan van een verbintenis tot het uitgeven van aandelen, maar is niet van toepassing op het uitgeven van aandelen ter nakoming van een voordien reeds aangegane verbintenis.

artikelen 2:96a lid 8 BW:

Bij het aangaan van een verbintenis tot het uitgeven van aandelen hebben de aandeelhouders een voorkeursrecht; de vorige leden zijn van overeenkomstige toepassing. Aandeelhouders hebben geen voorkeursrecht op aandelen die worden uitgegeven ter nakoming van een voordien reeds aangegane verbintenis.

Met deze bewoordingen zou vast komen te staan dat de uitgifte van *alle* in nieuwe aandelen converteerbare obligaties gepaard kan gaan met een rechtsgeldig uitgiftebesluit en de respectering of uitsluiting van voorkeursrechten. Het is immers wenselijk dat de bedoelde vennootschapsrechtelijke handelingen ook niet meer hoeven te worden verricht bij de conversie van andere obligaties dan convertibles. Er valt te denken aan verplicht, omgekeerd of complex te converteren obligaties. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor de verlening door een beoogde aandeelhouder – meestal een stichting – aan de NV van een put-optie op door laatstgenoemde uit te geven preferente beschermingsaandelen.

5.3.4 Institutionele betrokkenheid

Redelijkheid en billijkheid – Houders van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties zijn betrokken bij de organisatie van de conversievennootschap in de zin van artikel 2:8 lid 1 BW, indien uit het conversiebeding een verbintenis tot het nemen van aandelen voortvloeit. Die betrokkenheid volgt uit de in § 5.3.3 besproken wetsartikelen.³⁹ Dit betekent dat de eisen van redelijkheid en billijkheid in acht moeten worden genomen door en jegens de houders van de bedoelde converteerbare obligaties. (Lid 2 betreft de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid.) De schending van die rechtsplicht moet worden aangemerkt als een wanprestatie of een onrechtmatige daad.⁴⁰ Bovendien leidt zij mogelijk tot vernietiging van besluiten van organen van de conversievennootschap op grond van artikel 2:15 lid 1 aanhef en onder b BW.⁴¹ Op deze gevolgen wordt hier niet verder ingegaan.

39 Anders Blanco Fernández 2002, p. 129-130. Die veronderstelt institutionele betrokkenheid uit hoofde van een recht dat de wet of de statuten aan de houders van converteerbare obligaties toekennen. Hij noemt als voorbeeld 'het recht om obligaties in aandelen om te wisselen [of?] de rechten ex art. 2:230 lid 1'. Conversierechten behoeven echter niet statutair verankerd te zijn. Ik betwijfel verder of het door Blanco Fernández genoemde artikel – zie § 7.3.3 over de regeling voor bijzonder gerechtigden bij fusie of splitsing van de vennootschap – institutionele betrokkenheid met zich brengt.

40 Losbl. Rp., art. 8, aant. 8 (Huizink).

41 Zie ook Hesselink 1999, over de artikelen 2:8 en 15 lid 1 aanhef en onder b BW.

Artikel 2:8 lid 1 BW bepaalt dat partijen ‘als zodanig’ aan de eisen van redelijkheid en billijkheid zijn gebonden. Dit betekent dat de houders van converteerbare obligaties alleen als conversiegerechtigden bij de organisatie van de rechtspersoon zijn betrokken. In hun hoedanigheid van contractuele wederpartij van de conversievennootschap – de obligatieverhouding *sec* – vallen zij buiten het bereik van de wetsebepaling.⁴² Binnen de bedoelde contractuele rechtsverhouding gelden de verbintenissen- en overeenkomstenrechtelijke redelijkheid en billijkheidsnormen van de artikelen 6:2 en 248 BW. Hieruit blijkt het hybride juridische karakter van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.

Volgens Blanco Fernández houdt het betrokken zijn in dat de houder van een converteerbare obligatie aanspraken heeft ter zake van de wilsvorming van de rechtspersoon waar het gaat om beslissingen die zijn rechten als betrokkene raken. Welke aanspraken dat zijn, hangt af van de inhoud van de rechtsverhouding. In het algemeen kan men stellen dat de betrokkene een ‘redelijk belang’ heeft bij de bescherming van de aanspraken die voortvloeien uit de verhouding die hem bij ‘de organisatie’ van de rechtspersoon betreft. Hij voldoet in principe aan het door artikel 2:15 lid 3 sub a BW gestelde vereiste om een redelijk belang te hebben bij een vordering tot vernietiging van het besluit dat afbreuk doet aan de rechten van betrokkene.⁴³

Te betwijfelen valt of enig inhoudelijk onderscheid bestaat tussen de bedoelde algemeen vermogensrechtelijke en vennootschapsrechtelijke normen.⁴⁴ Een onderscheid is dat artikel 2:8 BW naar heersende leer alleen betrekking heeft op gedragingen van de conversievennootschap en de bij haar organisatie betrokkenen in hun hoedanigheid van organisatorisch betrokkenen.⁴⁵ Een ander onderscheid is dat alleen de schending van artikel 2:8 BW kan leiden tot de vernietiging van vennootschappelijke besluiten.

Gelijkheid van houders van converteerbare obligaties – Artikel 2:92 lid 2 BW stelt dat de NV de aandeelhouders onderscheidenlijk certificaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze moet behandelen. Winter noemt een aantal handelingen waaraan voor de toepassing van de wetsebepaling valt te denken: kapitaalverhoging; uitsluiting van voorkeursrechten bij uitgifte; kapitaalvermindering; uitschrijven van stortingen, inkoop van aandelen; winstuitkeringen; verstrekken

42 Vergelijk Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 198, over de contractuele en organisatierechtelijke positie van houders van winst- of oprichtersbewijzen wier rechten statutair zijn geregeld.

43 Blanco Fernández 2002, p. 132-133.

44 Zie ook Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II 1997, nr. 46.

45 Losbl. Rp., art. 8, aant. 7 (Huizink). Anders Koelemeijer 1999, p. 58, die stelt dat ook ‘externe’ handelingen gedragingen kunnen zijn in de ‘sfeer’ van de vennootschap en onder artikel 2:8 BW kunnen vallen, voor zover dit externe handelen consequenties heeft voor het interne functioneren van de vennootschap en de betrokkenen bij de organisatie.

van gegevens en inlichtingen; en de gang van zaken in de ava.⁴⁶ De Hoge Raad oordeelde dat het gelijkheidsbeginsel niet wordt geschonden indien voor de ongelijke behandeling een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen.⁴⁷ Op de strekking van het gelijkheidsbeginsel wordt hier niet verder ingegaan.⁴⁸

De bedoelde wetsbepaling wordt aangemerkt als een uitwerking van artikel 2:8 BW. Indien de houders van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties institutioneel betrokken zijn bij de conversievennootschap, is verdedigbaar dat de conversievennootschap ook hen op dezelfde wijze moet behandelen, indien zij zich in gelijke omstandigheden bevinden. Daartegen kan worden ingebracht dat artikel 2:92 lid 2 BW, anders dan artikel 2:8 BW, alleen aandeelhouders en certificaathouders noemt. Gelijke behandeling van beleggers – waaronder houders van converteerbare obligaties – is een beginsel van het effectenrecht.⁴⁹ Effectenrechtelijke regels hebben voor een belangrijk deel betrekking op verschaffing van informatie.⁵⁰ Houders van converteerbare obligaties hebben echter ook in andere opzichten belang bij gelijke behandeling. Daarbij valt te denken aan: de gang van zaken in de avo (§ 1.5.4); inachtneming van contractuele voorkeursrechten (§ 4.4.1); vervroegde aflossing (§ 6.2.2); inkoop (§ 6.4); verlaging van de conversieprijs (§§ 6.6.2 en 6.6.4); en conversie door de debitrice/conversievennootschap.

5.4 Kapitaalbeschermingsrechtelijke vragen omtrent omzetting van schuld in eigen vermogen

5.4.1 Inleiding

In § 5.4 worden twee kapitaalbeschermingsrechtelijke vragen betrokken op omzetting van schuld in eigen vermogen. In § 5.4.2 is het de vraag of wettelijke waarderingsvoorschriften toepasselijk zijn. In § 5.4.3 wordt ingegaan op de vraag of bij omzetting een inbrengverbintenis ontstaat. De literatuur maakt vaak onvoldoende onderscheid tussen de waarderingsvraag en de kwalificatievraag.⁵¹ De kwalificatie wordt

46 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr 8

47 HR 31 december 1993, *NJ* 1994, 436 m.nt. J.M.M. Maeijer (Van den Berge/Verenigde Bootlieden BV), r.o. 4.3.1.

48 Daarover Doorman 2002.

49 Zij vloeit onder meer voort uit de doelstellingen van de Wte 1995: het waarborgen van een adequate functionering van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers op die markten. Doorman 2002, p. 199, voetnoot 13, wijst erop dat het gelijkheidsbeginsel ook in effectenrechtelijke context aandacht heeft gekregen.

50 Zie Eisma 2001, over informatieverstrekking door beursvennootschappen aan beleggers.

51 Zie bijvoorbeeld de opmerking in Losbl. Rp., art. 80, aant. 2 (Huizink) 'Over het rechtskarakter van inbreng door verrekening wordt verschillend geoordeeld'. Zie ook de benadering in Handboek 1992, nr 168.5. 'inbreng door verrekening is niet een afzonderlijke vorm van inbreng naast inbreng in geld en inbreng in natura'. De uitdrukking 'inbreng door verrekening' is strikt genomen onjuist

dan geplaatst in de context van de waardering (of andersom). Er zijn grofweg twee gedachtegangen. De idee dat waarderingsvoorschriften toepasselijk zijn, gaat gepaard met de idee dat omzetting bestaat in uitgifte met inbreng in natura. De idee dat waarderingsvoorschriften niet toepasselijk zijn, gaat gepaard met de idee dat omzetting bestaat in uitgifte met inbreng in geld. Een keuze tussen de geschetste gedachtegangen is echter te beperkt. Die beperking is wel te begrijpen, vanwege het – mijns inziens onjuiste – uitgangspunt dat de wettelijke systematiek bij iedere uitgifte een inbrengverbintenis doet ontstaan en dat die alleen teniet kan gaan door inbreng of verrekening.

5.4.2 *Wettelijke waarderingsvoorschriften*

Relevantie – Het is de vraag of de wettelijke waarderingsvoorschriften van de artikelen 2:94a en 94b leden 1 en 2 BW toepasselijk zijn op de omzetting van geldschulden in kapitaal.⁵² Strikt genomen, is waardering alleen aan de orde indien men de omzetting kwalificeert als de inbreng van geldschulden op aandelen. De wet verplicht namelijk alleen tot waardering van wat in natura wordt ingebracht. Toch zou men waardering ook wenselijk kunnen achten bij een andere kwalificatie van omzetting. Men zou dan de waarderingsvoorschriften van toepassing moeten achten of ze toepasselijk moeten maken.

Waarom wordt de waardering van in kapitaal om te zetten schulden eigenlijk overwogen? Het is denkbaar dat de tegenover de geldschuld staande geldvordering op een NV ondergewaardeerd is. Dat betekent dat haar marktwaarde lager is dan haar nominale waarde. Dat kan het geval zijn indien de vordering nog niet opeisbaar is en/of indien ‘de markt’ (de schuldeiser en zijn mogelijke rechtsopvolgers) twijfelt aan de gegoedheid van de debitrice. In het laatste geval is een risicokorting verdisconteerd in de waarde van de geldvordering. De schuldeiser loopt het risico dat de geldschuld niet wordt betaald. Sommige schrijvers menen dat de omzetting van een ondergewaardeerde vordering afbreuk kan doen aan de belangen van aandeelhouders, schuldeisers en derden, althans voor zover het te plaatsen kapitaal hoger is dan de marktwaarde van de desbetreffende geldvordering. Bedoelde schrijvers vinden dat omzetting slechts de marktwaarde van de bedoelde vordering belooft en dat die marktwaarde moet worden vastgesteld door toepassing van de waarderingsvoorschriften.

Bij inbreng wordt de stortingsplicht nagekomen, bij verrekening niet. Olaerts en Hamers 2003, p. 143, stellen in te gaan op ‘de kwalificatie van de inbreng van een vordering op de vennootschap door de aspirant-aandeelhouder ter voldoening van de op hem rustende inbrengverplichting’. De door hen bedoelde kwalificatie is die als inbreng in geld of als inbreng in natura. Daarmee kwalificeren zij de bedoelde omzetting niet, maar onderzoeken zij of die gewaardeerd moet worden.

52 De genoemde artikelen verplichten tot de beschrijving en waardering van hetgeen in natura wordt ingebracht, en tot een accountantsverklaring dat de waarde van hetgeen wordt ingebracht, ten minste het bedrag van de wettelijke stortingsplicht belooft. Zoals in § 2:51, wordt ook hier korthedshalve gesproken van waardering (svoorschriften).

Wetgeschiedenis – De wet bevatte in de tachtiger jaren van de vorige eeuw een verplichting tot indirecte waardering van op aandelen ingebrachte of met de inbrengverplichting verrekende vorderingen. Het desbetreffende artikel (2:94c BW (oud)) werd in 1981 ingevoerd bij de aanpassing van de NV-wetgeving aan de Tweede Richtlijn.⁵³ In de oorspronkelijke tekst van het wetsvoorstel werden de waarderingsvoorschriften betreffende inbreng anders dan in geld buiten toepassing verklaard op (onder meer) de inbreng van beursgenoteerde of geregeld verhandelde schuldbrieven van de NV.⁵⁴ De MvT geeft daarvoor als reden dat wanneer wordt gestort door inwisseling van obligaties van de NV zelf, de richtlijn niet verplicht tot toepassing van de regeling over inbreng in natura.⁵⁵ Hangende het wetsvoorstel werd de bedoelde bepaling afgezonderd in artikel 2:94c BW (oud).⁵⁶ De afzondering vond plaats omdat verrekening geen vorm van inbreng in natura zou zijn, maar van inbreng in geld. Zij ging bovendien gepaard met een wijziging. Het uiteindelijk ingevoerde artikel verplichtte namelijk tot een *indirecte* waardering. Het ging niet om de waardering van een vordering die op aandelen wordt ingebracht of die met de inbrengverplichting wordt verrekend, maar van de tegenprestatie die is verricht voor het ontstaan van de bedoelde vordering. De bedoelde bepaling luidde als volgt:

‘Indien storting door inbreng van of verrekening met een vordering op de vennootschap wordt overeengekomen, maken de bestuurders een beschrijving op van de prestatie waartegen de vordering is ontstaan, met vermelding van de daaraan toegekende waarde ten tijde van het ontstaan van de vordering en van de toegepaste waarderingsmethoden.’

De indirecte waardering werd als volgt gemotiveerd:

‘Omdat de vennootschap zelf schuldenaar is, is de vordering ten opzichte van haar het volle bedrag waard. Een waardering daarvan door de accountant is dus zinledig, in tegenstelling tot de waardering van de prestatie waartegenover de vordering is ontstaan. Een inbrenger zou anders een prestatie kunnen leveren tegen een te hoog bedrag en zijn vordering tot het bedrag vervolgens kunnen inbrengen of verrekenen. Dat zou tot ontduiking leiden van het toezicht op de inbreng in natura.’⁵⁷

53 Wet van 15 mei 1981 tot aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht, *Stb* 1981, 332, i w tr 1 september 1981, *Stb* 1981, 333, behandeld onder kamerstuknummer 15 304

54 Zie *Kamerstukken II* 1979/1980, 15 304, nrs. 1-2, p. 6, voor het oorspronkelijk voorgestelde artikel 2:95a lid 6 tweede volzin BW.

55 *Kamerstukken II* 1979/1980, 15 304, nr. 3, p. 26.

56 Zie § 7.5.3 over de wetsbepaling die resteerde, het huidige artikel 2.94b lid 5 BW

57 *Kamerstukken II* 1979/1980, 15 304, nr. 6, p. 33.

In de wet zou aanvankelijk een gelijkkluidend artikel voor de BV worden opgenomen. Daarvan werd echter afgezien en bovendien werd het NV-artikel geschrapt bij de invoering van de nieuwe regeling voor het kapitaal van de BV.⁵⁸

Van de oude systematiek resteert een zinsnede in artikel 2:94c lid 1 aanhef en onder a BW: ‘, met inbegrip van vorderingen die worden verrekend.’. Deze zinsnede mag voor niet geschreven worden gehouden.⁵⁹ De zinsnede heeft geen betekenis.⁶⁰ Het is ondenkbaar dat een verrekening van een vordering op de NV leidt tot de door het genoemde wetsartikel bestreden benadeling van de NV (het gaat overigens om verrekening na uitgifte). Van benadeling zou sprake zijn indien een vordering van de oprichter/aandeelhouder op de NV zou kunnen worden verrekend met een kleinere schuld van de eerstgenoemde aan de laatstgenoemde. Een dergelijke verrekening is echter per definitie onmogelijk, omdat verbintenissen door verrekening slechts tenietgaan tot hun gemeenschappelijke beloop, artikel 6:127 lid 1 BW.

Het schrappen van artikel 2:94c BW (oud) werd aldus toegelicht:

‘Bij nadere overweging kan deze bepaling worden gemist. Ongeacht de oorsprong moet de vennootschap een rechtsgeldige schuld betalen voor het volle bedrag. Er is geen reden om dan een door de vennootschap gewenste verrekening te bemoeilijken; aandeelhouders kunnen verrekening niet eenzijdig invoeren ingevolge artikel 191, lid 3. Los van dit alles kan het bestuur aansprakelijk worden gesteld, indien het de te verrekenen schuld tevoren is aangegaan zonder voldoende tegenprestatie.’⁶¹

Bij het huidige BV-artikel 2:204b lid 5 BW werd nogmaals opgemerkt:

‘Op storting door verrekening met obligaties, converteerbaar of niet, die de vennootschap zelf heeft uitgegeven, is artikel 204b niet van toepassing, omdat verrekening storting in geld betreft’.⁶²

Literatuur – Volgens de heersende leer zijn de waarderingsregels niet van toepassing op omzetting van schulden in kapitaal en is omzetting te beschouwen als een storting in geld of als een inbreng anders dan in geld, waarop de waarderingsregels niet toepasselijk zijn.⁶³

58 *Stb* 1985, 656, i.w.tr. 20 januari 1986, *Stb* 1986, 3, behandeld onder kamerstuknummer 16 551.

59 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 137.

60 Anders Olaerts en Hamers 2003, p. 146.

61 *Kamerstukken II* 1983/1984, 16 551, nr. 11, p. 10.

62 *Kamerstukken II* 1983/1984, 16 551, nr. 11, p. 10.

63 Zie ook Olaerts en Hamers 2003, p. 143.

Maeyer meent dat de inbreng van een geldvordering en de verrekening met een vordering op de vennootschap, geen inbreng in natura vormen, maar geldelijke inbreng zijn.⁶⁴ Honée vindt dat verrekening geen vorm van inbreng in natura is, maar een inbreng in geld. Niettemin meent hij dat er uit oogpunt van kapitaalbescherming reden is om de verrekening te onderwerpen aan een overeenkomstige regeling als die welke geldt voor de inbreng in natura.⁶⁵

Winter noemt de storting door verrekening van een vordering op de vennootschap een merkwaardige tussenvorm tussen storting in geld en inbreng in natura. Hij neemt aan dat verrekening een 'andere inbreng' is in de zin van artikel 2:80a lid 1 BW, waarop echter de regeling inzake de inbreng anders dan in geld niet van toepassing is.⁶⁶

Huijgen spreekt van storting anders dan in geld (namelijk een vordering) waarop de regeling van artikel 2:94a BW niet van toepassing is. Hij stelt ook dat inbreng door middel van verrekening ook als figuur *sui generis* kan worden gezien, die noch onder inbreng in natura valt noch onder volstorting in geld.⁶⁷

Huizink meent dat vanuit het oogpunt van kapitaalbescherming geen bezwaar bestaat tegen de vorm van inbreng, die erop neerkomt dat een vordering van de aandeelhouder op de vennootschap wordt omgezet in kapitaal. Het zogenoemde beklemd vermogen wordt daardoor slechts groter, stelt hij.⁶⁸

Volgens Slagter dient een vordering op de vennootschap in het kader van verrekening toch als volwaardig te worden beschouwd indien de vennootschap zelf in financiële moeilijkheden verkeert, en behoeft daaromtrent geen accountantsverklaring te worden overgelegd. Volgens hem is omzetting van vorderingen in aandelen tegen het nominale bedrag een uitstekend middel om een zwakke onderneming te saneren, en worden andere schuldeisers niet daardoor benadeeld.⁶⁹

In Sanders en Westbroek is te lezen dat de verrekening van een vordering op de vennootschap met de stortingsplicht te beschouwen is als een compensatie van de verplichting op aandelen in geld te storten met een vordering die vanuit de vennootschap gezien voor het nominale bedrag moet worden gewaardeerd. Deze figuur wordt ook wel aangeduid als een inbreng van een vordering. Nu verrekend wordt met een stortingsplicht in geld, komt men niet toe aan een waardering van de vordering. Of verrekend kan worden is ter uitsluitende beoordeling van het bestuur van de vennootschap.⁷⁰

64 Asser/Maeyer 2-III 2000, nrs. 97 en 121.

65 Honée 1980, p. 133

66 Van Schilfgaarde/Winter 2003, nr. 23.

67 W.G. Huijgen 2002, (*T&C Ondernemingsrecht*), art. 2:80, aant. 4.

68 Losbl. Rp., art. 80, aant. 5 (Huizink)

69 Slagter 1996, §§ 46-47. Zie ook het door Slagter genoemde Hof 's-Hertogenbosch 22 augustus 1994, *Vakstudienieuws* 1994-47, p. 3285, en het door Buijn 1984, p. 206, genoemde HR 25 juni 1969, *BNB* 1969, 202 m.nt. J. Hollander. In beide fiscale arresten werd verrekening van een ondergewaardeerde vordering tegen haar nominale waarde toegestaan

70 Sanders en Westbroek 1998, p. 50.

De heersende leer is niet onweersproken.

Plate vindt dat in de praktijk nauwelijks onderscheid bestaat tussen verrekening van een geldvordering en inbreng in natura en dat in beide gevallen moet worden gewaardeerd.⁷¹

Maschhaupt en Storm vinden het een voor de praktijk aantrekkelijke, doch juridisch onjuiste zienswijze om de conversie van obligaties in aandelen te beschouwen als inbreng in geld. De waarde van een obligatie, zo stellen zij, komt lang niet altijd overeen met haar nominale waarde en kan lager zijn. Het is volgens hen niet ondenkbaar dat die waarde zakt onder de nominale waarde van de aandelen waarin zij kan worden geconverteerd.⁷² Maeijer is van mening dat die gevallen zich niet licht voor zullen doen. Bovendien ziet hij in de behoefte aan schuldsanering een reden om een conversie in zulk een situatie te bevorderen. Hij wil daarom toestaan dat na conversie geen extra volstortingsplicht ontstaat. Hij meent dat dit weliswaar theoretisch in strijd is met de gedachte van de kapitaalbescherming, maar toch in het duidelijke belang van de derden-crediteuren.⁷³

Buijn meent dat de omzetting van een ondergewaardeerde vordering tegen haar nominale waarde in zoverre strekt ten nadele van de andere schuldeisers van de vennootschap, dat hun verhaalsrechten nog verder verbeterd worden indien niet wordt omgezet, maar op gangbare wijze op aandelen wordt ingebracht. Hij spreekt zich uit vóór indirecte waardering van om te zetten vorderingen.⁷⁴

Santen verzet zich tegen een beroep op verrekening en is van mening dat de omzetting van een vordering in kapitaal moet worden gezien als inbreng in natura van een vordering welke is onderworpen aan controle. Hij neemt aan dat de inbrengcontrole niet alleen beoogt de belangen van crediteuren te beschermen, maar ook de belangen van zittende aandeelhouders wier belang in het kapitaal van de NV door de omzetting zou worden uitgehold.⁷⁵ Tegen deze stelling (en andere stellingen) van Santen keerden zich met diverse argumenten Roos, Dortmund, Van der Grinten en Huizink.⁷⁶

Kemperink onderzoekt de omzetting van een vordering in kapitaal door verrekening en door inbreng. Ten aanzien van de omzetting door verrekening komt hij tot een driedelige conclusie. Hij concludeert in de eerste plaats dat verrekening van de stortingsplicht met een schuld van de NV niet leidt tot storting (ook niet krachtens 'een wettelijke fictie') omdat verrekening niet leidt tot betaling van verbintenissen. Hij concludeert in de tweede plaats dat zo'n verrekening een ontheffing van de stortingsplicht inhoudt die artikel 2:80 lid 3 BW verbiedt. Kemperink concludeert in de derde plaats dat, voor zover verrekening wel tot storting kan leiden, bij verrekening sprake is van inbreng in natura, waarvoor een beschrijving en een accountantsverklaring noodzakelijk is. Ten

71 Plate 1974, p. 60

72 Maschhaupt en Storm 1978, p. 124-125

73 Maeijer 1979, p. 15

74 Buijn 1984, p. 205-208.

75 Santen 1993, ad 1

76 Roos, Dortmund, Van der Grinten en Santen 1993, Losbl. Rp., art. 80, aant. 5 (Huizink).

aanzien van de omzetting door inbreng concludeert Kemperink ook dat sprake is van inbreng in natura (waarvoor een beschrijving en een accountantsverklaring noodzakelijk zijn).⁷⁷

Olaerts en Hamers zijn van mening dat het onder bepaalde omstandigheden de voorkeur verdient om op nieuw kapitaal in te brengen vorderingen aan een waarderingsprocedure te onderwerpen.⁷⁸ Over hun standpunt hieronder in deze paragraaf meer.

Eigen mening: geen directe waardering – Het is overbodig om een beschrijving, waardering en accountantsverklaring te eisen van en over geldvorderingen die worden omgezet in eigen vermogen. Om te zetten geldvorderingen moeten in beginsel worden gewaardeerd op hun nominale waarde, niet op hun marktwaarde. De omzetting van een vordering doet het eigen vermogen van de NV (als saldobpost van activa en passiva) toenemen met het bedrag waarmee het vreemd vermogen afneemt vanwege het tenietgaan van de desbetreffende schuld.⁷⁹

Voor zover valt na te gaan, wordt nergens verdedigd dat moet worden gewaardeerd bij omzetting die plaatsvindt vanwege conversie van obligaties in nieuwe aandelen.⁸⁰ Die omzetting vindt plaats krachtens een conversiebeding (zie de inleiding van dit proefschrift) en geschiedt op in beginsel vaststaande financiële voorwaarden. Ik zie echter geen reden om de waarderingsvraag anders te beantwoorden bij omzetting die plaatsvindt krachtens nieuwe wilsovereenstemming. Overigens past hier de kanttekening dat de waarderingsvraag bij *conversie* weinig praktische relevantie heeft. Indien obligaties ondergewaardeerd zijn, hebben de desbetreffende conversieaandelen doorgaans ook een lage marktwaarde en zal een obligatiehouder niet tot conversie overgaan (§ 3.8.3).

De nominale waarde is het maximumbedrag waarmee het eigen vermogen van de NV door omzetting kan toenemen. Het ligt voor de hand dat ondergewaardeerde vorderingen op een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap worden omge-

77 Kemperink 1994, p. 86-87

78 Olaerts en Hamers 2003.

79 De omzetting krachtens nieuwe wilsovereenstemming van een ondergewaardeerde vordering kan overigens wel *fiscaal* relevant zijn. Zie: Brandsma 2003, hoofdstuk 17, Bellingwout 2003; Arts 2003; Bouwman 2003, N A Broekhuizen en J M A Schmitz, 'Schaf de conversiewinstbepaling snel af', *FD* 17 juli 2003.

80 In buitenlandse wetgeving wordt de toepasselijkheid van waarderingsvoorschriften vaak uitdrukkelijk uitgesloten door de bepaling dat conversie van obligaties in nieuwe aandelen niet geldt als inbreng in natura. Zie het Duitse § 194 Abs. 1 S. 2 AktG. De Duitse meningen zijn verdeeld of de desbetreffende bepaling ook betrekking heeft op de omzetting van zuivere (dus niet-converteerbare) obligaties in kapitaal. Zie Bungeroth (*Aktengesetz IV* 1994), § 194, aant. 6-7; en Karollus (*Aktengesetz IV* 1994), § 221, aant. 151. Zie ook Olaerts en Hamers 2003, p. 144, over de vraag of naar Duits recht vorderingen moeten worden gewaardeerd indien zij worden omgezet anders dan bij conversie. Zie voor Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 187. Naar Engels recht: Dunton en Parker 2001, p. 288. Zie Schutte-Veenstra 1991, p. 32-33, over Duits, Frans, Engels en Belgisch recht.

zet in aandelen met een lager waarde. De bedoelde aandelenwaarde zal veelal liggen tussen de marktwaarde en de nominale waarde van de omgezette vorderingen. De omzetting in kapitaal met een te hoge marktwaarde is over het algemeen onzakelijk, vanuit het oogpunt van de vennootschap.

Ondanks dat ook Olaerts en Hamers constateren dat door inbreng van een vordering een vennootschappelijke schuld verdwijnt, menen zij dat de belangen van aandeelhouders, schuldeisers en derden verlangen dat een in te brengen vordering op haar marktwaarde wordt gewaardeerd.⁸¹ Ik noem kort de belangrijkste punten waarop ik met hen van mening verschil.

De schrijvers stellen dat het belang van overige *aandeelhouders* verwatert terwijl het kapitaal van de vennootschap slechts met een nagenoeg waardeloze vordering wordt verrijkt. Zoals gezegd, neemt het vermogen van de vennootschap toe met het nominale bedrag van de verdwijnende schuld, en niet met de marktwaarde van de desbetreffende vordering. Indien de omzetting geschiedt op marktconforme voorwaarden – met andere woorden: indien er niet teveel nieuw kapitaal wordt geplaatst – neemt het financiële belang van zittende aandeelhouders in absolute zin niet af. Wel wordt bij een schuldsanering vaak in een dusdanige hoeveelheid nieuw kapitaal omgezet dat het relatieve belang van zittende aandeelhouders tot een kleine minderheid wordt gereduceerd.

Olaerts en Hamers stellen verder dat de *bestaande schuldeisers* van de vennootschap benadeeld worden, omdat geen sprake is van een reële storting. Door omzetting zou alleen de vordering van de desbetreffende schuldeiser worden voldaan. Van benadeling van bestaande schuldeisers is mijns inziens geen sprake. De schuldeiser wiens vordering wordt omgezet, verkrijgt als aandeelhouder een aanspraak op het kapitaal van de vennootschap. Deze aanspraak is achtergesteld ten opzichte van de aanspraken van de schuldeisers van de vennootschap. Bovendien biedt het vennootschappelijke vermogen meer, althans eerder verhaal voor de overige schuldeisers, omdat haar schulden zijn afgenomen. Daarom valt niet in te zien hoe de overige schuldeisers benadeeld zouden worden ten gunste van de schuldeiser wiens vordering wordt omgezet.

Tot slot menen Olaerts en Hamers dat eventuele *toekomstige schuldeisers* van de vennootschap (derden) worden benadeeld. Hoewel de vennootschappelijke schuld door omzetting afneemt, is er niet ingebracht op de aandelen. Volgens de schrijvers is de vennootschap nog even leeg als voor de inbreng van de vordering. Derden zouden zich, aldus Olaerts en Hamers, bij het nemen van de beslissing om al dan niet zaken te doen met de betrokken vennootschap, laten leiden door een foutieve voorstelling van zaken. Ik ben van mening dat de vennootschap na omzetting ‘minder leeg’ is dan daarvoor. Toekomstige schuldeisers doen zaken met een vennootschap wier vermogen ten minste minder negatief is dan daarvoor.

81 Olaerts en Hamers 2003, p. 149-151.

Eigen mening: geen indirecte waardering – In deze paragraaf wees ik erop dat de wetgever artikel 2:94c BW (oud) heeft geschrapt en daarmee ook afzag van een indirecte waardering: waardering van de prestatie waartegen een om te zetten geldschuld is ontstaan. Hierdoor ontstaat een theoretisch gevaar op ontduiking van waarderingsvoorschriften. Het is immers denkbaar dat de NV een (zuivere of converteerbare) geldvordering verschaft, zonder dat een prestatie wordt verricht of dat een prestatie wordt verricht waarvan de financieel-economische waarde geringer is dan de genoemde geldvordering. De omzetting van de desbetreffende schuld zou gepaard gaan met uitgifte van aandelen beneden pari (zie ook § 5.4.3), althans voor zover de bedoelde prestatie een geringere waarde heeft dan het kapitaal dat wordt geplaatst. Dit betekent voor in nieuwe aandelen converteerbare obligaties dat daarop een vermogen moet worden ingebracht dat gelijk is aan of groter is dan het nieuwe kapitaal waarin wordt geconverteerd.⁸²

Overigens bestaat het genoemde gevaar mogelijk niet, indien de geldvordering voortvloeit uit een overeenkomst van geldlening en men ervan uitgaat dat die overeenkomst reëel is (§ 1.3). Dat betekent namelijk dat de omvang van de leenvordering en -schuld wordt bepaald door het daadwerkelijk gestorte bedrag in geld.⁸³

Vanwege het geschetste gevaar lijkt het logisch om indirecte waardering voor te schrijven. Toch ben ik daarvan geen voorstander.⁸⁴ De betekenis van de waarderingsvoorschriften moet niet worden overschat; zij hebben vooral een bewijsrechtelijke betekenis (§ 2.5.1). Buiten hun toepasselijkheid kan men vrijwillig (indirect) waarderen of kan de waarde van de inbreng betwist worden. Hier is geen taak weggelegd voor de regels die het kapitaal beschermen.⁸⁵

Bovendien wordt het vennootschappelijke vermogen reeds benadeeld indien een vordering wordt verschaft zonder een toereikende tegenprestatie, dat wil zeggen: ook zonder dat de bedoelde vordering vervolgens in kapitaal wordt omgezet. De NV, de bij de organisatie van de NV betrokkenen en de schuldeisers van de NV kunnen in het algemeen wegen bewandelen om de bedoelde benadeling aan te tasten, ongedaan

82 Voor Duits recht: Bungereth (*Aktiengesetz IV* 1994), § 194, aant 8; Karollus (*Aktiengesetz IV* 1994), § 221, aant. 152-153. Voor Engels recht: Wood 1995, 9-9, S. Goulding 2000, p. 90. Voor Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 187. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 219-220. Voor Zweeds recht: Skog 2000, p. 252. Voor Belgisch: Benoît-Moury en Croes 2000, p. 45. Voor Spaanse recht: Espinosa 2000, p. 319. Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 135. Sommige rechtsstelsels verbieden de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties beneden pari, zie ook Hirte 2000, p. 8. Een dergelijke regel lijkt mij niet zinvol, omdat de uitgifte van converteerbare obligaties beneden pari niet hoeft te leiden tot conversie met uitgifte van conversieaandelen beneden pari.

83 Vergelijk Beckman, Bindenga en Meijer, § 1 2.3, aantekening 70h, waar wordt gekozen voor indirecte waardering bij inbreng van vorderingen op aandelen, behalve indien die vorderingen voortvloeien uit verstrekte geldleningen.

84 Anders Olaerts en Hamers 2003, p. 149, die menen dat de wetgever er beter aan had gedaan artikel 2:94c BW (oud) te handhaven.

85 Een andere beperking van vermogensbescherming blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat op grond van artikel 2:94c BW, kort gezegd, alleen nadelige rechtshandelingen kunnen worden vernietigd die worden verricht binnen twee jaren na oprichting van een NV.

te maken of anderszins te compenseren. Een omzetting, zoals iedere transactie van de NV, moet bedrijfseconomisch verantwoord zijn. Zonder volledigheid na te streven, noem ik het beroep op doeloverschrijding (artikel 2:7 BW), de persoonlijke aansprakelijkstelling van bestuurders en commissarissen (artikelen 2:9 en 138 BW), het instellen van een actio pauliana (artikel 3:45 BW en de artikelen 42-48 Fw) en een actie uit onrechtmatige daad (artikel 6:162 BW).⁸⁶

5.4.3 Inbrengverbintenis

Passieve vermogensaanwas door omzetting van vennootschappelijke schuld – Bij omzetting van vreemd in eigen vermogen is geen sprake van betaling van geld of goederen aan de NV. De voorwaarden van converteerbare obligaties plegen te bepalen dat uit te geven conversieaandelen volgestort zullen zijn.⁸⁷ De heersende opvatting is dat bij omzetting (conversie in nieuwe aandelen) een inbrengverbintenis ontstaat die tenietgaat door verrekening met de om te zetten (te converteren) schuld (§ 5.6.2).⁸⁸

Artikel 2:80 lid 1 BW verplicht naar mijn mening niet tot inbreng indien en voor zover uitgifte gepaard gaat met de beëindiging van schuld van de vennootschap, hetgeen het geval is bij omzetting van vennootschappelijke schuld in eigen vermogen. Een letterlijke interpretatie van artikel 2:80 lid 1 BW verzet zich tegen mijn standpunt. De ratio van die wetbepaling doet dat echter niet.⁸⁹ In § 2.5.1 stelde ik daarover dat bij uitgifte het vennootschappelijke vermogen dient toe te nemen met een waarde die gelijk is aan het in geld uitgedrukte nieuwe kapitaal en het eventueel daarbij overeengekomen agio. Ik stelde ook dat bij inbreng gesproken kan worden van actieve vermogensaanwas, omdat betaling van geld of goederen de activa van de NV vermeerderd. Het vereiste van vermogensaanwas wordt geen geweld aangedaan door het uitblijven van een inbrengverbintenis, omdat het vermogen van de NV al toeneemt door de beëindiging van (een deel van) haar schuld. Voor vermogensaanwas is voldoende dat het vermogen als saldopost van activa en passiva toeneemt. Inbreng (in de zin van betaling van geld of goederen) is daarvoor niet nodig. Men kan spreken van *passieve vermogensaanwas*: schuldbeëindiging vermindert de passiva van de NV. Voor zover mijn interpretatie van artikel 2:80 lid 1 BW onjuist is, zou het goed zijn om de wet in de door mij voorgestane zin aan te passen.

86 Vergelijk het hierboven in deze paragraaf genoemde argument (van de eventuele aansprakelijkheid van het bestuur) dat de wetgever hanteerde bij het schrappen van de artikelen 2:94c BW (oud) Buijn 1986, p. 745-746, verruimt dat argument door erop te wijzen dat het bestuur ook aansprakelijk is voor een nadelige verrekening van een inbrengvordering met een schuld.

87 Vw 4 15 Getronics 2000/2005^o, vw 4 7 Fugro 2000/2005^o, vw 4 a VNU 2001/2006^o

88 Het Duitse recht verklaart het tenietgaan van de inbrengverbintenis bij conversie door een wijziging van de rechtsgrond van de bij uitgifte van de converteerbare obligaties verrichte betaling. Die betaling geldt voortaan (*ex nunc*) als inbreng. Zie Karollus (*Aktiengesetz IV* 1994), § 221, aant. 146 en 151.

89 Ik wijs erop dat, ondanks de strikte formulering van de bedoelde bepaling, niet behoeft te worden ingebracht bij omzetting van eigen vermogen in kapitaal (§ 2:62).

Geen uitgifte beneden pari – Het om te zetten vreemd vermogen dient minimaal het uit te geven nominale kapitaal te dekken. Aandelen mogen immers niet beneden pari worden uitgegeven, artikel 2:80 lid 1 BW. Bij converteerbare obligaties betekent dit dat het nominale bedrag van de te converteren obligatieschuld minstens de nominale waarde van de conversieaandelen moet bedragen.⁹⁰ Dat is het geval indien de conversieprijs (§ 3.4) hoger is dan de nominale waarde van de conversieaandelen.⁹¹

Indien het nominale bedrag van een om te zetten geldschuld lager is dan het nominale bedrag van de te plaatsen aandelen, zijn er twee mogelijkheden: (1) het verschil wordt geplaatst door omzetting van eigen vermogen van de NV, of (2) ter grootte van het verschil ontstaat een inbrengverbintenis.⁹²

Indien en voor zover het bedrag van een omgezette geldschuld hoger is dan het geplaatste kapitaal, zijn er drie theoretische mogelijkheden: het verschil (1) wordt geboekt als agio, (2) verdwijnt van de balans, (3) wordt terugbetaald, of (4) blijft als geldschuld voortbestaan. Bij conversie in nieuwe aandelen is de conversieprijs per conversieaandeel doorgaans hoger dan het nominale bedrag daarvan.

Wederkerigheid – Bij omzetting is sprake van wederkerigheid tussen het einde van de oorspronkelijke geldverbintenis en het begin van het aandeelhouderschap. Daarmee bedoel ik dat de oorspronkelijke geldverbintenis alleen tenietgaat indien tegelijkertijd het aandeelhouderschap ontstaat, en vice versa. Er is geen wederkerigheid vereist in de zin dat de oorspronkelijke schuldeiser van de NV dezelfde (rechts)persoon is als de nemer van de uitgegeven aandelen. Van omzetting kan ook sprake zijn bij complexe driehoeksconversie (§ 5.8.2) en daarvan is ook sprake bij conversie in nieuwe certificaten van nieuwe aandelen (§ 5.9).

Gedeeltelijke storting – Het is mogelijk overeen te komen dat de omzetting (of conversie) strekt tot omzetting van (ten minste) één vierde van het nominale bedrag van de aandelen, artikel 2:80 lid 1 BW. Het resterende deel kan dan worden ingebracht bij omzetting of wanneer de conversievennootschap het opvraagt. De mogelijkheid tot gedeeltelijk latere inbreng bestaat niet indien wordt omgezet in aandelen aan toonder. De bewijzen van deze aandelen mogen immers niet aan de aandeelhouders worden

90 Vergelijk: Perrick 1992, p. 123, Eisma 1995, p. 1029. Eisma wijst er verder op dat bij obligaties die in vreemde valuta luiden, rekening gehouden moet worden met het voorschrift van artikel 2:80a lid 3 BW. Zie in dit verband § 6.3.4, waarin zogenoemde *eurodollar* convertibles worden beschreven. Door de Wet van 8 juni 2000 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de invoering van de euro (*Stb* 2000, 267, i.w.tr. 1 september 2000, *Stb* 2000, 289) werd storting in een valuta die een eenheid is van de euro, voortaan niet beschouwd als storting in vreemd geld.

91 Vw. 4.3 Frans Maas 1991/1996/1999^o bepaalt dat aanpassing van de conversieprijs (§ 6.6.2) er niet toe mag leiden dat deze lager is dan de nominale waarde van de aandelen. Zie ook vw. 4.1, waarin is bepaald dat bij conversie de 'effectieve waarde' van de obligaties te allen tijde wordt gesteld op 100% van hun nominale waarde.

92 Het Duitse § 199 Abs. 2 S. 1 AktG noemt deze twee mogelijkheden ook. Zie ook (naar Oostenrijks recht) Nowotny 2000, p. 187.

afgegeven dan tegen storting van ten minste het volle bedrag van die aandelen, artikel 2:82 lid 3 BW.

Lions – In § 3.7 noemde ik de lion: een obligatie waarop de rente niet in geld, maar in nieuwe aandelen wordt uitbetaald. Volgens Van den Ingh wordt de rente daarbij niet uitgekeerd, doch aangewend ter storting op (certificaten van) nieuw uit te geven aandelen.⁹³ Ik zou echter menen dat de rente zélf kan bestaan in aandelen. Ook daarbij behoeft geen inbrengverplichting te ontstaan. Voorwaarde is wel dat de nominale waarde van het uit te geven kapitaal niet groter is dan een redelijke rentevergoeding. Buiten de context van kapitaalbescherming geldt bovendien dat de rente-uitkering in aandelen kan worden bestreden indien zij een onzakelijk grote vergoeding inhoudt. (Zie § 5.4.2 voor enkele in het algemeen te bewandelen wegen bij een aperte benadeling van het vennootschappelijk vermogen.)

5.5 Verandering van obligatoire geldverbintenissen

5.5.1 Inleiding

Begripsbepaling – De verandering van een obligatoire geldverbintenis kan één of meer van haar elementen betreffen. Daarbij kan men (onder meer) denken aan: het tijdstip van nakoming (looptijd); het nominale bedrag (hoofdsom); de hoogte en vorm van eventueel bedongen rente; de rechtsgrond; het object; en één of meer subjecten.

In de inleiding van dit proefschrift (zie Terminologie) duidde ik de begrippen ‘omzetting’ (van geldschuld in eigen vermogen in het algemeen) en ‘conversie’ (van obligaties in nieuwe aandelen in het bijzonder). Het verschil is dat omzetting plaatsvindt door nieuwe wilsovereenstemming en conversie plaatsvindt krachtens een bestaand beding. De inwerkingtreding van conversie hangt af van de verbintenisrechtelijke vormgeving van het conversiebeding, daarover § 5.2.

Hier wordt voorbijgegaan aan de vraag of verandering van geldverbintenissen plaatsvindt krachtens nieuwe wilsovereenstemming of krachtens een bestaand conversiebeding. Hier gaat het om de kwalificatie van verandering, met andere woorden: om de vraag welke overeenkomst daaraan ten grondslag ligt. Een aantal kwalificaties wordt onderzocht: verrekening (§ 5.5.2); schuldvernieuwing (§ 5.5.3); en schuldwijziging (§ 5.5.4).

Vroegere en huidige context – Vroeger beperkte men zich bij de kwalificatie van verandering van geldverbintenissen tot een keuze tussen verrekening (§ 5.2.2) en schuld-

93 Van den Ingh 1993, p. 4.

vernieuwing (§ 5.2.3).⁹⁴ Als praktisch verschil tussen beide opvattingen gold dat bij schuldvernieuwing de zekerheidsrechten en voorrechten van de oorspronkelijke schuld voor de nieuwe schuld gehandhaafd konden blijven, en dat dit bij verrekening niet het geval was.⁹⁵ Dit inmiddels achterhaalde onderscheid was destijds te wijten aan artikel 1457 BW (oud). Uit dat artikel volgde dat de schuldeiser zich bij schuldvernieuwing de voorrechten en hypothecken, aan de oude schuldvordering verbonden, kon voorbehouden. Deze bepaling werd door Meijers niet overgenomen in zijn ontwerp van het huidige BW, omdat zij 'aan het instituut van de schuldvernieuwing een halfslachtig karakter geeft'.⁹⁶ Naar huidig recht vervallen dan ook alle afhankelijke rechten en nevenrechten die zijn verbonden aan een verbintenis die door schuldvernieuwing tenietgaat. De vroegere keuze tussen verrekening en schuldvernieuwing is onder het huidig recht verschoven naar de keuze tussen schuldvernieuwing en schuldwijziging (§ 5.5.5). Bij schuldwijziging blijven namelijk de aan de oorspronkelijke verbintenis verbonden afhankelijke rechten en nevenrechten wel bestaan (§ 5.5.4).

5.5.2 Verrekening

Men kan een geldverbintenis veranderen door de actiefzijde van de oorspronkelijke verbintenis te verrekenen met een verplichting waarvan de nakoming een nieuwe, wederkerige verbintenis doet ontstaan. Een voorbeeld is de verrekening van een geldschuld uit een willekeurige rechtsverhouding met de verplichting tot verschaffing van de (even grote) leensom, waardoor een verbintenis uit geldlening ontstaat. Een ander voorbeeld is de conversie van obligaties in nieuwe aandelen, waarbij obligaties worden verrekend met de verplichting in te brengen op conversieaandelen (§ 5.6.2).

Zoals gezegd in § 5.5.1, was verrekening onder oud recht een alternatief voor schuldvernieuwing naar oud recht, omdat die schuldvernieuwing geen einde maakte aan de zekerheidsrechten en voorrechten van de oude schuld. Thans geldt dat motief niet meer. In § 5.6.2 wordt een aantal bezwaren ingebracht tegen de verrekening als kwalificatie van conversie van convertibles.

5.5.3 Schuldvernieuwing

Onder schuldvernieuwing versta ik de overeenkomst waarbij schuldeiser en schuldenaar een oorspronkelijke verbintenis teniet doen gaan en een nieuwe verbintenis doen ontstaan.⁹⁷ De oorspronkelijke en de nieuwe verbintenis hebben verschillende identi-

94 Zie (met vermelding van jurisprudentie en literatuur). Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr 626; Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 113; Ballendux 1981, p. 34-36. Kleijn meent dat het van de omstandigheden van het geval afhangt, welke constructie de voorkeur verdient

95 Noot van E.M. Meijers onder HR 26 mei 1916, *WPNR* 2472, p. 225-229 (Van der Plas c.s./Hendriks).

96 Toelichting Meijers Boek 6, p. 575, voetnoot 6.

97 Over schuldvernieuwing Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 620-633.

teiten. Strikt genomen, is de term ‘schuldvernieuwing’ te eng. Door de afstand van een vorderingsrecht gaat de gehele betreffende verbintenis teniet en dus niet alleen haar passiefzijde (de schuld).

Schuldvernieuwing is een verbintenisscheppende overeenkomst in de zin van artikel 6:213 lid 1 BW.⁹⁸ Het is een species van de afstand om baat. Afstand is de overeenkomst van de schuldeiser met de schuldenaar, waarbij de eerstgenoemde van zijn vorderingsrecht afstand doet, artikel 6:160 BW. Hartkamp maakt onderscheid tussen twee vormen van afstand om baat.⁹⁹ De eerste vorm is die waarbij de baat bestaat in het aangaan van een nieuwe verbintenis. De tweede vorm van afstand is de (volgens Hartkamp zeldzame) afstand waarbij de baat bestaat in het verrichten van een andere prestatie dan het aangaan van een nieuwe verbintenis. De tweede figuur lijkt sterk op de inbetalinggeving (zie § 5.2.4), maar is daaraan niet gelijk; zij hebben verschillende gevolgen voor de identiteit van de oorspronkelijke verbintenis.

Men onderscheidt objectieve schuldvernieuwing van subjectieve schuldvernieuwing. *Objectieve* schuldvernieuwing strekt tot wijziging van het object en/of de oorzaak van een verbintenis.¹⁰⁰ *Subjectieve* schuldvernieuwing strekt tot de vervanging van de schuldeiser en/of de schuldenaar van een verbintenis.¹⁰¹ De eerste mogelijkheid wordt actieve schuldvernieuwing of crediteursvervanging genoemd.¹⁰² De tweede en hier van belang zijnde mogelijkheid wordt passieve schuldvernieuwing of debiteursvervanging genoemd.¹⁰³ De beide vormen kunnen ook samenvallen.¹⁰⁴ Beide vormen, en combinaties daarvan, zijn meerpartijenovereenkomsten. De wetgever schafte de vroegere regeling van de objectieve schuldvernieuwing af, artikelen 1449-1460 BW (oud). Hij vond een wettelijke regeling overbodig, omdat uit de contractsvrijheid van partijen voortvloeit dat schuldvernieuwing mogelijk is.¹⁰⁵

5.5.4 Schuldwijziging

Onder schuldwijziging versta ik de overeenkomst waarbij schuldeiser en schuldenaar een tussen hen bestaande verbintenis wijzigen en laten voortbestaan. Het voortbe-

98 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 27. Schuldvernieuwing is (evenals schuldwijziging) een uitzondering op de regel dat artikel 6:213 lid 1 BW slechts ziet op overeenkomsten die verbintenisscheppend zijn in strikte zin, en niet op overeenkomsten die gericht zijn op het teweegbrengen van verbintenissenrechtelijk gevolg.

99 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 614 en 615.

100 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 623 en 626.

101 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 627.

102 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 629.

103 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 628.

104 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 630.

105 Toelichting Meijers Boek 6, p. 575.

staan van een verbintenis betekent dat haar identiteit wordt gehandhaafd.¹⁰⁶ Strikt genomen, is de term ‘schuldwijziging’ te eng. Een wijziging van de verbintenis betreft namelijk zowel de passief- als de actiefzijde (schuld en vorderingsrecht).

Onder objectieve schuldwijziging valt in de eerste plaats de wijziging van het *object* – zoals de prestatiewijziging bij inbetalinggeving (§ 5.2.4) – en in de tweede plaats de wijziging van de *rechtsgrond* van een verbintenis (§ 5.5.6).

De vervanging van één of meer *subjecten* van een verbintenis (met behoud van identiteit) zou men ‘subjectieve schuldwijziging’ kunnen noemen. Daarbij is men aangewezen op in de wet geregelde figuren: overdracht van een vordering; overneming van een schuld; contractoverneming (vervanging van de subjecten van de overeenkomst waaruit een verbintenis voortvloeit). Vergelijk de woorden van de Toelichting Meijers:

‘Een overeenkomst, waarbij met behoud van de identiteit van de verbintenis aan de schuldenaar een andere schuldeiser of aan de schuldeiser een andere schuldenaar wordt gegeven, valt, ongeacht de door partijen gebruikte bewoordingen, onder de regeling van de overdracht van vorderingen [...], respectievelijk onder die van de schuldoverneming [...]. Van subjectieve schuldvernieuwing kan volgens het ontwerp alleen sprake zijn wanneer de subjectwisseling gepaard gaat met identiteitsverlies van de verbintenis, met andere woorden wanneer bij drie-partijenovereenkomst de schuldeiser afstand doet van zijn vordering, terwijl daartegenover de schuldenaar jegens een derde, of een derde jegens de schuldeiser, een verbintenis op zich neemt die krachtens de ondubbelzinnige partijbedoeling of krachtens de verkeersopvatting als een “andere” verbintenis moet worden opgevat.’¹⁰⁷

5.5.5 *Animus novandi*

Van schuldvernieuwing is eerst sprake, indien de partijen van een verbintenis de overeenstemmende wil hebben om de oorspronkelijke verbintenis door afstand teniet te doen gaan om een nieuwe verbintenis te doen ontstaan. Men spreekt ook wel van de *animus novandi*. Vraag is wanneer deze kan worden aangenomen.

In de Toelichting Meijers wordt erop gewezen dat reeds onder de vigueur van het oude BW algemeen werd aangenomen dat niet iedere wijziging van de inhoud van een verbintenis als een objectieve schuldvernieuwing moet worden beschouwd. Volgens Meijers moet in twee gevallen schuldvernieuwing worden aangenomen:

106 De Toelichting Meijers Boek 6 wijst erop dat reeds onder de vigueur van het oude BW algemeen werd aangenomen dat niet iedere wijziging van de inhoud van een verbintenis als een objectieve schuldvernieuwing moet worden beschouwd (p. 575 en de verwijzingen naar jurisprudentie en literatuur in voetnoot 5).

107 Toelichting Meijers Boek 6, p. 576

1. Wanneer partijen ondubbelzinnig uitspreken dat zij zich van de bestaande verbintenis losmaken en hun rechtsverhouding uitsluitend door de nieuwe overeenkomst bepaald willen zien;
2. Wanneer de nieuwe overeenkomst aan de verbintenis een zo afwijkende inhoud of strekking geeft, dat deze naar verkeersopvattingen niet meer als dezelfde kan worden beschouwd.¹⁰⁸

Uit het eerste criterium van Meijers kan mijns inziens worden opgemaakt dat partijen in ieder geval vrij zijn om bij verandering van hun verbintenis schuldvernieuwing overeen te komen, ongeacht de materiële wijzigingen waarmee de verandering gepaard gaat. Praktijk is echter veelal dat partijen niet eenduidig bepalen wat de gevolgen van verandering van hun verbintenis zijn voor de continuïteit daarvan. In dat geval geldt het tweede criterium van Meijers, en zijn de verkeersopvattingen de leidraad.¹⁰⁹ Samenvattend: de vraag of sprake is van schuldvernieuwing moet worden beantwoord naar de verkeersopvattingen, op grond van uiterlijke feiten; de innerlijke wil is daarbij niet bepalend, behalve voor zover van die wil ondubbelzinnig blijkt, in welk geval hij weer een rol speelt als uiterlijk feit.

Wanneer is sprake van een verandering die een afwijkende inhoud of strekking aan de geldverbintenis geeft? Het antwoord ligt mijns inziens in de aard van de elementen die zijn aangepast. Behoren die elementen tot de *essentialia* van de geldverbintenis?¹¹⁰ Tot de *essentialia* van een geldverbintenis zou ik in ieder geval willen rekenen: haar rechtsgrond, de looptijd; de hoofdsom; de hoogte en vorm van eventueel bedongen rente.

Wannéer een verbintenis geacht moet worden te zijn vernieuwd, is niet zeker en moet van geval tot geval worden beoordeeld. Daarbij kan een rol spelen dat het al dan niet aannemen van schuldvernieuwing raakt aan de belangen van derden. De literatuur is betrekkelijk summier over deze kwestie. Men beperkt zich in overwegende mate tot de interpretatie van veelal oudere rechtspraak.¹¹¹ De enkele verandering van hoofdsom, bedongen rente of aflossingsregeling wordt niet aangemerkt als schuldvernieuwing. Van schuldvernieuwing zou wel sprake zijn indien aanpassing van de rente gepaard gaat met een nieuwe regeling omtrent looptijd en aflossing.

Gezien het voorgaande kom ik tot de (voorzichtige) conclusie dat naar verkeersopvattingen van schuldvernieuwing sprake kan zijn, indien bij verandering van een geldverbintenis twee of meer van haar *essentialia* worden gewijzigd.

¹⁰⁸ Toelichting Meijers Boek 6, p. 575-576.

¹⁰⁹ Volgens Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 623, moet bij onduidelijkheid omtrent de partijbedoeling worden onderzocht of het de bedoeling van partijen is zich geheel los te maken van hun oorspronkelijke verbintenis.

¹¹⁰ *Essentialia* zijn bestanddelen, zonder welke een overeenkomst niet tot stand kan komen, Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 78. In zekere zin valt aan te knopen bij de in artikel 6:231 aanhef en onder a BW bedoelde kernbedingen. Kernbedingen vallen veelal (niet altijd) samen met de *essentialia* van een overeenkomst, Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 79.

¹¹¹ Losbl. Contractenrecht V, nr. 2167 onder e (Mellema), Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 623.

5.5.6 Eenduidige wil tot schuldwijziging

In de vorige paragraaf werd (onder meer) duidelijk dat partijen de vrijheid hebben schuldvernieuwing overeen te komen bij de materiële verandering van hun verbintenis. Omgekeerd is het de vraag in hoeverre partijen in staat zijn eenduidig overeen te komen dat de materiële verandering van hun verbintenis schuldwijziging inhoudt, althans géén schuldvernieuwing inhoudt. Wordt hun vrijheid daartoe begrensd door de verkeersopvattingen? Ik zie daarvoor geen reden. Het open karakter van het verbintenissenrecht pleit voor het tegendeel. In § 5.5.4 bleek van vérgaande mogelijkheden een verbintenis te wijzigen.

De in de vorige paragraaf genoemde criteria van Meijers nopen naar mijn mening niet tot een strikter standpunt. Het eerste criterium betreft de situatie waarin eenduidig schuldvernieuwing wordt overeengekomen. Het tweede criterium heeft mijns inziens betrekking op de situatie waarin de partijbedoeling niet eenduidig is. Alleen in dat geval moeten de verkeersopvattingen uitkomst bieden. Het tweede criterium heeft naar mijn mening geen betrekking op de situatie waarin eenduidig schuldwijziging wordt overeengekomen. Ik zie niet in – althans niet vanuit verbintenisrechtelijk oogpunt – waarom de verkeersopvattingen een beperking zouden vormen op de vrijheid van partijen een bestaande verbintenis te continueren, ongeacht de materiële verandering die zij overeenkomen.

De Rechtbank 's-Gravenhage koos een middenweg. In de onderhavige zaak was sprake van een door de uitlener van geld aan een inlener gestuurde brief. Daarin deelde de uitlener mee dat de onderhavige lening was geëxpireerd en dat hij bereid was de lening te verlengen. Daarbij werden een nieuwe looptijd, een nieuw rentepercentage, een nieuwe aflossingsregeling en enige andere wijzigingen voorgesteld. Verder stond in de brief de volgende zin:

'Alle overige bepalingen en voorwaarden als vermeld in bovenvermelde akte van geldlening met hypotheekstelling, zomede -in afwijking of met aanvulling daarvan- tussen ons en de schuldenaren van opgemelde lening nader gesloten overeenkomsten, blijven van volle kracht en waarde.'

De rechtbank oordeelde dat sprake was van schuldwijziging en niet van schuldvernieuwing. In de eerste plaats blijkt volgens de rechtbank uit de brief ondubbelzinnig dat partijen niet de wil hebben gehad om een nieuwe verbintenis aan te gaan. In de tweede plaats had de brief volgens de rechtbank niet een zo van de oorspronkelijke lening afwijkende inhoud of strekking, dat deze naar verkeersopvatting niet meer als dezelfde kan worden beschouwd. Een deel van die bepalingen, zoals de looptijd en het rentepercentage, waren reeds enige malen eerder gewijzigd. Ook bleek uit de desbetreffende overeenkomst dat bij aanvang daarvan reeds rekening werd gehouden met de bedoelde wijzigingen.¹¹²

112 Rb 's-Gravenhage 5 december 2001, n.g. (Stichting VB Vagobel/ING Vastgoed Financiering NV), r.o. 32 en 33

Onder de vigeur van het oude BW uitten sommige schrijvers principiële twijfels over de mogelijkheid van de verandering van de 'oorzaak' van een verbintenis waarbij haar identiteit voortbestaat. Het oude recht stelde het vereiste van een geoorloofde oorzaak voor de geldigheid van een overeenkomst. Er bestond overigens verschil van mening over de betekenis van het begrip 'oorzaak'.¹¹³ Hier gaat het om de contractuele rechtsgrond van een verbintenis, met andere woorden de aard van de overeenkomst die daaraan ten grondslag ligt.

Van der Feltz voert aan dat een benoemd contract niet gekarakteriseerd wordt door de naam die partijen eraan geven, maar door de aard der prestaties die het contract inhoudt. Wanneer men aanneemt dat men een koopschuld in een leenschuld mag omzetten, dan is het omgekeerde eveneens mogelijk, waaruit volgens Van der Feltz duidelijk blijkt tot welke onhoudbare consequenties de aanneming voert.¹¹⁴ Van der Grinten vraagt zich af of partijen door een enkele verklaring (bijvoorbeeld) een koopschuld tot een leenschuld kunnen maken. Hij meent dat de oorzaak van de verbintenis een bepaald rechtsfeit is, en dat dit rechtsfeit een objectief gegeven is dat niet ter dispositie van partijen staat.¹¹⁵

In zijn *Algemene Begrippen* onderzoekt Meijers de betekenis van wijziging van eigenschappen van verbintenissen (object, subjecten en oorzaak) voor de identiteit van die verbintenissen.¹¹⁶ Hij lijkt geen principieel bezwaar te hebben tegen wijziging van de oorzaak van een verbintenis met handhaving van identiteit van de desbetreffende verbintenis.

Suijling maakt geen bezwaar tegen de 'schuldomezetting' die de oorzaak wijzigt waardoor een overeenkomst wordt beheerst. Hij maakt wel een voorbehoud: een schuld kan niet van een willekeurige oorzaak worden voorzien. Als substituten komen namelijk slechts zulke oorzaken in aanmerking, aldus Suijling, die (zoals ook de oude oorzaak) het bestaan van de schuld in kwestie kunnen rechtvaardigen. Koop- of huurschulden kunnen tot leenschulden worden gemaakt. Wat volgens Suijling echter niet kan, is bijvoorbeeld de verandering van de verplichting tot ontruiming van een gehuurd huis, die na afloop van de huur op de huurder komt te rusten, in een schuld uit koop. Wel zou men die verplichting tot een verbintenis uit bruikleen kunnen bestempelen. Een ander voorbehoud van Suijling is dat bijvoorbeeld een uit schenking geboren schuld alleen kan worden omgezet in een koopschuld, indien partijen afspreken welke goederen de schenker geacht zal worden gekocht en ontvangen te hebben. Voorts kan men volgens Suijling door de bedoelde schuldwijziging slechts afstand doen van dwingendrechtelijk toegekende rechten, zolang men daarmee geen regels ontduikt die de wetgever tot elke prijs gehandhaafd wil zien.¹¹⁷

113 Asser/Hartkamp 4-II 2001, nr. 238.

114 Van der Feltz 1929, p. 12-14 Ballendux 1981, p. 35, stemt daarmee in.

115 Van der Grinten 1986, p. 51.

116 Meijers 1948, p. 99-128.

117 Suijling II-2 1936, nr. 407

Men heeft weinig of geen bezwaar tegen het ontstaan van de geldlening door omzetting van een geldverbintenis uit anderen hoofde, ook al wordt de beoogde leensom daarbij niet daadwerkelijk afgegeven.¹¹⁸

Ik zie geen principieel bezwaar tegen de wijziging van de rechtsgrond van een contractuele verbintenis waarbij deze haar identiteit behoudt (§ 5.5.4).¹¹⁹ Die wijziging heeft alleen betekenis voor zover men daarmee de in- of uitwerkingtreding van een wettelijk regime bewerkstelligt. Een willekeurige geldverbintenis kan in ieder geval worden gewijzigd in een verbintenis waarop de bepalingen betreffende geldlening toepasselijk worden. Daarbij heeft men wel rekening te houden met de door Suijling bedoelde beperkingen. Ik voeg daaraan toe dat alleen de partijen bij een overeenkomst in staat zijn tot wijziging van de rechtsgrond van een verbintenis die daaruit voortvloeit. Een verbintenis kan geheel of gedeeltelijk uit haar overeenkomst worden gelicht, bijvoorbeeld door overdracht van de vordering en/of de overneming van de schuld. De nieuwe schuldenaar en de nieuwe schuldeiser kunnen de rechtsgrond van hun verbintenis dan wijzigen. Een zuiver verbintenisrechtelijke redenering zou tot de conclusie kunnen leiden dat de oorspronkelijke schuldenaar en de oorspronkelijke schuldeiser wel de rechtsgrond van hun overeenkomst kunnen wijzigen, en daarmee die van de uitgelichte verbintenis. Ik zou echter willen aannemen dat de bedoelde uitlichting een bepaalde goederenrechtelijke zelfstandigheid verleent aan de verbintenis. Om de hierboven aangehaalde Van der Grinten te parafraseren: daardoor wordt de rechtsgrond van de uitgelichte verbintenis een objectief rechtsgegeven dat niet ter dispositie staat van de partijen bij de overeenkomst.

5.6 Convertibles

5.6.1 Inbreng van convertibles op conversieaandelen

Literatuur – Er bestaat enige jurisprudentie en literatuur waarin wordt uitgegaan van conversie door uitgifte van aandelen met inbreng van obligaties.¹²⁰

118 Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 113, Molenaar 2001, p. 35-37. In 1997 kwam ASMI vanwege een patentinbreuk tot een schikking met een branchegenoot. Een deel van het verschuldigde bedrag werd kennelijk omgezet in een onderhandse converteerbare geldlening. Zie Bartjens, 'ASMI in de mangel van Amerikaanse olifant', *FD* 9 december 1998.

119 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 626, duidt verandering van de oorzaak van een verbintenis als objectieve schuldvernieuwing.

120 Een andere, in dit onderzoek niet besproken kwestie is de inbreng van een schuld van de nemer van aandelen, als onderdeel van het vermogen van een onderneming die geheel wordt ingebracht op aandelen (van een op te richten vennootschap). Naar heersende opvatting brengt die inbreng slechts gebondenheid voor de vennootschap mee indien deze zich stilzwijgend of uitdrukkelijk jegens de crediteur heeft verbonden. Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 72. Anders Thielen 1989.

Van der Grinten wijst in de zevende druk van het Handboek op de juridische betekenis van de inbreng van een vordering op aandelen. Bij die inbreng bestaat de verplichting van de nemer van een aandeel in het overdragen van de vordering.¹²¹ Dit is in feite het omgekeerde van een oordeel van de Hoge Raad uit 1937. Dat oordeel luidt dat bij *omruiling* van een obligatie in een aandeel, de verkrijger niet verplicht is tot storting op het aandeel door betaling van een geldsom, maar door *inlevering* van een obligatie. Omdat de desbetreffende inbrengverbintenis anders dan in geld luidt, kan deze volgens de Hoge Raad niet worden verrekend met de obligaties.¹²² Van der Grinten stelt in het Handboek 1992 dat de storting op conversieaandelen geheel of voor een belangrijk deel plaatsvindt door inbreng van obligaties.¹²³

Nog voor het bedoelde arrest is Moret van mening dat de obligatiehouder zich bereid verklaart deel te nemen in het aandelenkapitaal tegen inbreng van zijn vordering en dat de storting volledig en zonder compensatie (verrekening) plaatsvindt door inbreng van de vordering.¹²⁴ Minder lang geleden spreekt Van Leeuwe van de eigendomsoverdracht van de obligatie aan de vennootschap ten titel van inbreng.¹²⁵ Nog later menen Perrick en De Serere dat conversie meestal plaatsvindt door uitgifte van nieuwe aandelen tegen inbreng van de obligatie.¹²⁶

De idee dat conversie gepaard gaat met inbreng, lijkt vooral te worden ingegeven door het mijns inziens verkeerde uitgangspunt dat in kapitaal om te zetten schuld moet worden gewaardeerd (§ 5 4 2).

Contractuele inbrengverbintenis – In § 5 4 3 stelde ik mij op het standpunt dat geen inbrengverbintenis ontstaat bij de omzetting van schuld in eigen vermogen, en dus ook niet bij de conversie van convertibles (§ 3 3 1) in nieuwe aandelen. Het ontbreken van een wettelijke inbrengverbintenis lijkt in de weg te staan aan de in deze paragraaf te bespreken kwalificatie. Toch hoeft zij niet op voorhand te worden uitgesloten. Krachtens de converteerbare obligatielening kan namelijk een contractuele inbrengverbintenis ontstaan. Ik teken daarbij aan dat dergelijke verbintenissen over het algemeen niet uit de converteerbare obligatieleningen zijn af te leiden. Integendeel, de obligatievoorwaarden zijn vaak juist expliciet over het feit dat conversieaandelen volgestort (zullen) zijn (§ 5 4 3), behoudens een bijstortingsverplichting. Men moet de in § 3 4 beschreven conversieprijs niet houden voor de nominale waarde van een geldverbintenis die bij conversie ontstaat. Die prijs is slechts een rekeneenheid.

121 Handboek 1962, nr 170 (later vervallen). Overigens werd in deze druk van het Handboek voor het eerst een randnummer (196 1) gewijd aan converteerbare obligaties.

122 HR 23 december 1937, *NJ* 1938, 538 m nt. E. M. Meijers (James/N V Industriële Maatschappij de Noord).

123 Handboek 1992, nr 196 1.

124 Moret 1936.

125 Van Leeuwe 1981, p. 101.

126 Perrick en De Serere 1991, p. 15.

Levering en overdracht – De inbreng van convertibles op conversieaandelen zou gepaard moeten gaan met de levering en overdracht van die convertibles. Die rechtshandelingen lijken niet overeen te stemmen met de bedoeling van convertiblehouder en debitrice/conversievennootschap. Zij blijken in ieder geval niet uit de gebruikelijke convertiblevoorwaarden. Meestal is daarin bepaald dat obligaties door conversie eindigen.¹²⁷ Niettemin is vaak voorgeschreven dat te converteren toonderobligaties worden afgegeven of dat de desbetreffende Wge-tegoeden worden afgeboekt.¹²⁸ De betekenis daarvan lijkt de kwitantie te zijn van te converteren obligaties (§ 6.7).

Vermenging – Convertibles op naam die niet in een Wge- of Vabef-systeem zijn opgenomen, kunnen tenietgaan door vermenging van de hoedanigheden van schuldeiser en schuldenaar (§ 6.4.2). Bij de inbreng van die convertibles zou men rekening moeten houden met artikel 6:161 lid 3 BW: het tenietgaan van een verbintenis door vermenging laat de daarop rustende rechten van derden onverlet. De toepasselijkheid van de genoemde wetsbepaling wordt echter voorkomen omdat, zoals gezegd, in de convertiblevoorwaarden doorgaans is bepaald dat de convertibles door conversie eindigen.

Waardering – Perrick noemt het praktische bezwaar dat voor de inbreng in natura krachtens artikel 2:94b lid 1 j° 94a lid 2 BW een beschrijving en een accountantsverklaring zijn vereist.¹²⁹ Dit bezwaar geldt alleen indien een ingebrachte convertible niet tenietgaat. De convertible zou dan kunnen worden teruggebracht in het handelsverkeer. De inbreng op de uitgegeven aandelen zou in dat geval afhankelijk zijn van de financieel-economische waarde van de convertible in het handelsverkeer. Alleen dán zou waardering niet zonder zin zijn.¹³⁰ Zoals gezegd, gaat een convertible over het algemeen door conversie teniet. Bovendien gaat een aan de debitrice/conversievennootschap overgedragen convertible meestal teniet door vermenging of krachtens een obligatievoorwaarde (§ 6.4.2). Afgezien daarvan, zijn de waarderingsvoorschriften ook niet toepasselijk (of zouden dat niet moeten zijn) op de inbreng van bepaalde beursgenoteerde of geregeld verhandelde obligaties, ook indien deze niet tenietgaan (§ 7.5.3).¹³¹

127 Vw. 5.e VNU 2001/2006^o stelt dat obligaties die worden geconverteerd, onmiddellijk (*forthwith*) worden beëindigd (*will be cancelled*) en niet opnieuw mogen worden uitgegeven en verkocht. Hetzelfde geldt voor obligaties die worden afgelost of worden verworven door de debitrice of een aan haar gerelateerde maatschappij (*subsidiary*). Vw. 4.7 Fugro 2000/2005^o stelt dat de debitrice 'will redeem' de desbetreffende obligatie(s) op de conversiedatum, waartegen zij aandelen uitgeeft aan het AK.

128 Vw. 5.8 ASML 1998/2005^o; vwn. 4.7 j° 1.10 Fugro 2000/2005^o; vw. 4.c VNU 2001/2006^o, vw. 4.7 Stork 1998/2005^o.

129 Perrick 1992, p. 123; Perrick 1995, p. 12.

130 Vergelijk Bressers 1986, p. 296.

131 Anders Perrick en De Serière 1991, p. 15.

Bezwarende rechtshandeling – Een rechtshandeling betreffende inbreng op aandelen anders dan in geld, is een bezwarende rechtshandeling in de zin van artikel 2:94 lid 1 aanhef en onder d BW. Indien een converteerbare obligatielening zou voorzien in de inbreng van convertibles op conversieaandelen, zou dus sprake zijn van een bezwarende overeenkomst.¹³² Dit zou betekenen dat convertibles na de oprichting van een NV zonder voorafgaande goedkeuring van de ava alleen kunnen worden uitgegeven, indien en voor zover aan het bestuur de bevoegdheid daartoe uitdrukkelijk bij de statuten is verleend.

De toepasselijkheid van lid 2 van artikel 2:94 BW lijkt mij ongewenst en onnodig. Deze bepaling bevat een regeling van bestuursbevoegdheid.¹³³ Het bestuur van de conversievennootschap is toch al niet bevoegd tot de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties, zoals convertibles, zonder dat de ava deze bevoegdheid heeft gedelegeerd (§ 4.3.3). Het lijkt mij niet zinvol om daarbij ook nog een statutaire voorziening of de goedkeuring van de ava te verlangen. Het voert mijns inziens te ver om aan te nemen dat de vereiste goedkeuring van de ava stilzwijgend wordt verleend bij de delegatie van de uitgiftebevoegdheid. Ik stel in de laatstgenoemde paragraaf dat die delegatie zelfs niet uitdrukkelijk betrekking hoeft te hebben op de uitgifte van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.

Geen voorkeursrechten – Inbreng van convertibles zou meebrengen, tenzij de statuten anders bepalen, dat zittende aandeelhouders geen voorkeursrecht hebben, artikel 2:96a lid 1 tweede zin BW. Let wel: het gaat om voorkeursrechten op convertibles, niet om voorkeursrechten op conversieaandelen (§ 4.4.1).

5.6.2 Contractuele verrekening

Heersende opvatting – De in de literatuur meest gangbare duiding van de conversie van convertibles (in nieuwe conversieaandelen) is de uitgifte van aandelen, gevolgd door een contractuele verrekening van de hoofdsom van de obligatie met de wettelijke inbrengverplichting.¹³⁴ Door de verrekening gaan de obligatieverbintenis en de inbrengverbintenis tot hun gemeenschappelijke beloop teniet, artikel 6:127 lid 1 BW. De complexe driehoeksconversie (§ 5.8.4) en de conversie in certificaten (§ 5.9.3) worden in de literatuur wel op vergelijkbare wijze gekwalificeerd. De voorwaarden van convertibles plegen de conversie niet te kwalificeren. In geval van schuldsane-

¹³² HR 23 december 1937, *NJ* 1938, 538 m nt E M Meijers (James/N.V. Industriële Maatschappij de Noord). De Hoge Raad oordeelde dat de omwisseling van een converteerbare obligatie in een aandeel door de inbreng van de obligatie op het aandeel, een wijze van storting is die valt onder de omschrijving van artikel 40a lid 1 onder d Wetboek van Koophandel (oud)

¹³³ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 100

¹³⁴ In deze zin o.a. Beckman, Bindenga en Meijer, § 123, aantekening 70i; Hofman 1988, p. 567-568, Perrick 1992, p. 123; Van den Ingh 1993, p. 12, Kortmann 1993, p. 26-29; Faber 1993, p. 137, Perrick 1995, p. 12; Eisma 1995, p. 1028; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 199; Rank 2002, p. 35. Naar Engels recht Wood 1995, § 9-2

ring past men de verrekeningsfiguur soms wel expliciet toe op omzetting (krachtens nieuwe wilsovereenstemming) van zuivere en/of converteerbare obligaties.

Een voorbeeld van expliciete verrekening van zuivere (dus: niet-converteerbare) obligaties met de inbrengverplichting, is de schuldsanering van Versatel die ik beschreef in § 1.5.2. In het desbetreffende schuldeisersakkoord is bepaald dat de volstorting van het nominale bedrag van de aan de houders van zuivere en converteerbare obligaties uit te geven gewone aandelen Versatel geschiedt door verrekening met de vordering van de obligatiehouders op Versatel.¹³⁵

De oorspronkelijk voorgestelde, doch later in andere vorm doorgevoerde, schuldsanering van Getronics zou aanvankelijk ook gepaard gaan met verrekening van convertibles met inbrengverplichtingen (§ 7.5.2).¹³⁶

Bij omzetting van zuivere en converteerbare onderhandse geldleningen van Prolion werd gesteld dat de storting op de nieuwe aandelen heeft plaatsgevonden doordat de vennootschap de verplichting tot betaling van de bedragen verschuldigd op grond van de desbetreffende lening, heeft verrekend met de vordering tot betaling van de uitgifteprijs.¹³⁷

Uit het in § 5.6.1 genoemde arrest uit 1937 wordt wel afgeleid dat de Hoge Raad verrekening aannam.

Plate veronderstelt kennelijk dat in dit arrest sprake is van conversie met schuldverrekening.¹³⁸ Hij wijst er echter op (t.a.p., p. 60) dat de Hoge Raad 'het netelige punt van de contractuele schuldverrekening' vermeed. Dat netelige punt was de vraag of de verrekening van de stortingsplicht is onderworpen aan de waarderingsregels omtrent inbreng in natura (destijds opgenomen in de artikelen 40a-40c Wetboek van Koophandel (oud)). Zie daarover § 5.4.2.

Maeijer leidt uit dit arrest af, bezien in het licht van HR 19 januari 1940, dat de stortingsschuld ook contractueel mag worden gecompenseerd tegen inlevering van (converteerbare) obligaties ten laste van de vennootschap, waarbij de nieuw uitgegeven aandelen worden volgestort door inbreng van de vordering van de obligatiehouder op de vennootschap.¹³⁹ Ik zou menen dat men moet kiezen: óf de obligaties worden ingebracht, óf zij worden verrekend met de stortingsschuld.

135 Versatel ontwerp akkoord 19 juni 2002^o, p. 4; Versatel prospectus 30 september 2002 deel 3^o, p. 27.

136 Getronics voorlopig prospectus 14 februari 2003, p. 32.

137 Prolion prospectus, p. 21. Zie over de bedoelde schuldsanering ook 'Prooi voor de leeuwen', *FD* 3 oktober 2003.

138 Plate 1974, p. 58.

139 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 97; HR 19 januari 1940, *NJ* 1940, 264 m.nt. E M Meijers (Van Brussel e.a./Star Busmann q.q.).

Naar mijn mening kan niet méér worden gezegd dan dat de Hoge Raad de mogelijkheid van conversie met contractuele verrekening niet uitsluit in zijn laatstgenoemde arrest. Niettemin acht hij de verrekeningsfiguur juist niet toepasselijk op het in de betrokken zaak voorliggende feitencomplex. In fiscaalrechtelijke arresten van recentere datum gaat de Hoge Raad er wel van uit dat in de praktijk wordt verrekend.

‘De debiteur van een converteerbare obligatielening is verplicht – naast de periodieke rentevergoeding – de hoofdsom van de lening volgens de overeengekomen voorwaarden aan de crediteur te betalen; indien de crediteur van zijn conversierecht gebruik maakt, wordt als regel diens stortingsplicht ter zake van de door de debiteur aan hem uitgegeven aandelen in de debiteur geheel of ten dele verrekend met zijn recht op betaling van de hoofdsom.’¹⁴⁰

Behoud identiteit convertible tot aan uitgifte conversieaandelen – De heersende opvatting dat conversie gepaard gaat met verrekening, lijkt ten dele te worden ingegeven door de zorg om de rechtspositie van de obligatiehouder in de tijdspanne tussen de inwerkingtreding van de conversie en de daadwerkelijke verschaffing van conversieaandelen. De verrekening van de obligatie met de inbrengverplichting brengt namelijk mee dat het desbetreffende vorderingsrecht *cum annexis* niet tenietgaat voordat de conversieaandelen zijn uitgegeven. Daarvóór ontstaat immers geen inbrengverbintenis.

Kortmann lijkt het bedoelde motief te hebben. Hij verwierpt de gedachte dat de conversie kan worden gezien als novatie of afstand om baat (waarover § 5.6.3). Zou dit wel het geval zijn, dan zou bij conversie de verbintenis tot het plaatsen van aandelen in de plaats treden van de verbintenis van de uitgevende vennootschap uit hoofde van de obligatielening, aldus Kortmann. Dit is in zijn ogen niet in overeenstemming met hetgeen in de praktijk geschiedt. Die praktijk schetst hij als volgt. Bij het aangaan van de converteerbare obligatielening wordt aan de obligatiehouder (onmiddellijk of eventueel onder opschortende tijdsbepaling en voor een bepaalde periode) het optierecht, het wilsrecht toegekend om de obligaties om te wisselen in aandelen. Kortmann duidt vervolgens de verrekeningsfiguur. Hij wijst erop dat de verplichting tot het verschaffen van aandelen en de stortingsplicht van de obligatiehouder/-nemer van de aandelen, naast elkaar voortbestaan totdat de storting op de aandelen plaatsvindt door verrekening.¹⁴¹

Contractuele inbrengverbintenis – Opnieuw wijs ik erop dat bij conversie van convertibles geen wettelijke inbrengverbintenis ontstaat (§ 5.4.3). In § 5.6.1 maakte ik een aantal opmerkingen over het overeenkomen van een contractuele ‘inbrengverbintenis’. Die opmerkingen gelden hier *mutatis mutandis*. Dit betekent dat obligaties

140 HR 19 juni 1996, *BNB* 1996/299 en 300, beide r.o. 3 4

141 Kortmann 1993, p. 28.

bij conversie alleen kunnen worden verrekend indien men een contractuele inbreng-verbintenis in het leven roept. Mijn bezwaar daartegen is echter dat men daarmee een vordering creëert, om het tenietgaan van een andere vordering te bewerkstelligen. De verrekening strekt dan in feite tot betaling van slechts één schuld (*in casu* de obligatie).

Ik wijs nog op een passage uit de conclusie van A-G Van Lier (voor het eerdergenoemde arrest van de Hoge Raad uit 1937).

'Ik kan echter niet toestemmen, dat er in deze van schuldvergelijking sprake kan zijn, daar er geen twee gelijktijdig bestaande schuldvorderingen zijn, welke elkander opheffen. Aan den obligatiehouder [...] is het recht verleend de obligaties in te wisselen tegen gewone aandelen onder deze verplichting bij de inwisseling tegelijk te betalen het verschuldigde registratierecht wegens verdere uitgifte van aandelen. Een vordering tot storting op de bij de inwisseling te verkrijgen aandelen heeft de N.V. dan niet en waar deze verplichting tot storting niet bestaat, kan van een schuldvergelijking als waarover art. 38a laatste lid K. handelt ook niet de rede* zijn.'¹⁴²

Toepasselijkheid afdeling 6.1.12 BW – Een gevolg van de toepassing van de verrekeningsfiguur op de conversie van convertibles is de toepasselijkheid van afdeling 6.1.12 BW (Verrekening). Omdat deze afdeling regelend recht bevat, kan van niet-gewenste bepalingen worden afgeweken. Daarvan moeten de praktijkvoorwaarden van converteerbare obligaties dan wél blijk geven.

Bezwarende rechtshandeling – De contractuele verrekening van de stortingsplicht is wellicht een bezwarende rechtshandeling in de zin van artikel 2:94 lid 2 j° lid 1 aanhef en onder a BW: een rechtshandeling in verband met het nemen van aandelen waarbij bijzondere verplichtingen op de NV worden gelegd.¹⁴³ De toepasselijkheid van die bepaling is ongewenst (§ 5.6.1).

Obligaties en conversieaandelen in Wge-depot – Beursgenoteerde convertibles zijn dikwijls in een Wge-depot opgenomen. Een Wge-recht in een voor obligaties aangehouden depot is strikt genomen geen obligatie maar een recht op naam *sui generis*.¹⁴⁴

¹⁴² De met '*' gemarkeerde voetnoot luidt 'Langzamerhand verdwijnend Germanisme. (Red.)'

¹⁴³ Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr 99, over de onduidelijkheid omtrent de bedoelde rechtshandeling. In Hof 's-Gravenhage 5 maart 1969, NJ 1970, 133, *Maandblad NV* 1973-4/5, p. 61-63 met commentaar H J.M.N. Honée (Walda/Verstegen q q) werd geoordeeld dat de bedoelde verrekening een bezwarende rechtshandeling is in de zin van artikel 40a lid 1 onder d Wetboek van Koophandel (oud): een rechtshandeling betreffende inbreng op aandelen anders dan in geld. Zie het kritische commentaar van Honée.

¹⁴⁴ Rank-Berenschot 1998.

De Wge-gerechtigde is dus geen obligatiehouder.¹⁴⁵ De in een Wge-depot opgenomen obligaties vormen, indien het verzameldepot toebehoort aan twee of meer deelgenoten, een gemeenschap van goederen; zij behoren toe aan de gezamenlijk tot dat depot gerechtigden, artikel 12 lid 1 j° 16 lid 1 Wge.

Het voorgaande betekent eigenlijk dat bij verrekening van Wge-convertibles niet is voldaan aan het in artikel 6:127 lid 2 BW neergelegde vereiste van wederkerigheid van verbintenissen. Men zou daarom een driehoeksverrekening (vergelijk § 5.8.4) moeten aannemen tussen de gezamenlijk Wge-gerechtigden, de individuele Wge-gerechtigde die één of meer conversieaandelen neemt, en de conversievennootschap.

De verrekeningsfiguur zou nog complexer zijn indien ook de conversieaandelen bij conversie in een Wge-depot worden opgenomen, hetgeen bij beursgenoteerde conversieaandelen dikwijls het geval is. In dat geval is niet een individuele nemer van aandelen partij bij de driehoeksverrekening, maar de gezamenlijk gerechtigden tot het depot waarin de conversieaandelen worden opgenomen.

Ik betwijfel of het de bedoelde strikte benadering van het Wge-systeem de juiste is. In theorie is zij verdedigbaar, maar de praktijk is anders. Over het algemeen worden Wge-gerechtigden als de eigenlijke houders van de betreffende effecten beschouwd. De gevolgen voor de praktijk zijn niet te overzien, indien anders moet worden aangenomen.

5.6.3 Schuldvernieuwing

Literatuur – Over de figuur van de schuldvernieuwing maakte ik al enige opmerkingen in § 5.5.3. Er is weinig literatuur waarin de kwalificatie van conversie als schuldvernieuwing wordt voorgestaan.

Volgens Bilderbeek en Janssen vindt bij de conversie een vooraf overeengekomen en door een eenzijdige verklaring te effectueren ‘soort novatie’ plaats, ten gevolge waarvan de schuldverbintenis wordt omgezet in een lidmaatschapsverhouding.¹⁴⁶

Hartkamp stelt dat men tot objectieve schuldvernieuwing kan rekenen het geval dat een schuld van een NV wordt omgezet in een verplichting tot het verschaffen van aandelen.¹⁴⁷

Geen behoud identiteit convertible tot aan uitgifte conversieaandelen – De kwalificatie als schuldvernieuwing betekent dat de convertiblehouder afstand doet van zijn convertible tegen de baat van de verschaffing van aandelen door uitgifte. Door de afstand gaat de desbetreffende obligatieverbintenis teniet, artikel 6:160 lid 1 BW. In

145 Kortmann en Faber 1998, p. 218-219. Om dezelfde reden is de deelgerechtigde in een depot waar-toe aandelen behoren, geen aandeelhouder, Den Boogert 2002, p. 28.

146 Bilderbeek en Janssen 1973, p. 140.

147 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 623.

§ 5.6.2 zette ik uiteen waarom de identiteit van de convertible beter behouden blijft tot aan de uitgifte van de conversieaandelen.

5.6.4 *Facultatieve verbintenis*

Tweevoudig effect – In § 5.2.4 werd de facultatieve verbintenis genoemd als mogelijke verbintenisrechtelijke vorm van het conversiebeding. Daar bleek dat deze figuur een opeisbare verbintenis tot verschaffing van conversieaandelen kan bewerkstelligen. De toepassing van de facultatieve verbintenis verklaart ook het einde van het geldelijke karakter van convertibles. Na prestatiewijziging luiden deze niet meer in geld, maar in aandelen.

Behoud identiteit convertible tot aan uitgifte conversieaandelen – In § 5.6.2 bleek dat de verrekeningsfiguur de obligatie *cum annexis* pas doet eindigen op het moment dat de convertiblehouder conversieaandelen verkrijgt. Dit resultaat wordt ook bereikt door toepassing van de facultatieve verbintenis. De convertible behoudt haar identiteit, ondanks de prestatiewijziging. De convertible eindigt namelijk pas indien zij wordt afgelost door de verschaffing van conversieaandelen. Dit betekent dat de conversie op zichzelf geen gevolgen heeft voor de aan de convertible verbonden rechten, verplichtingen en middelen.

De prestatiewijziging ontnemt de obligatie niet per se het karakter van een vordering uit verbruikleen, gesteld dat obligaties uit geldlening voortvloeien (§ 1.3).

Meijers werpt de vraag op, in welke gevallen de uit de *geldlening* voortvloeiende verbintenissen tot betaling van een geldsom *op andere wijze dan door overdracht van geldvoorwerpen* kunnen worden nagekomen. Hij is van mening dat het antwoord op die vraag niet anders behoort te luiden dan dat wat in het algemeen bij geldverbintenissen op zijn plaats is (ook al komen zij uit een andere bron voort). Indien men van oordeel is dat de wet zelf dit antwoord moet geven, zal dit niet in de ontwerp-afdeling 7.2 I, maar in Boek 6 BW moeten geschieden, aldus Meijers.¹⁴⁸ Meijers had op zijn minst genomen het oog op het nominaliteitsbeginsel, zoals blijkt uit zijn verwijzing naar de artikelen 1793-1794 BW (oud).¹⁴⁹ Het nominaliteitsbeginsel heeft betrekking op de omvang van de prestatie die uit een geldverbintenis voortvloeit. Voor die omvang is in beginsel de nominale waarde van de verschuldigde geldsom relevant, ongeacht fluctuaties in de reële waarde ervan.¹⁵⁰ Ik zie geen bezwaar om Meijers' gedachte ook te betrekken op de wijziging van de *aard* (en dus niet alleen de omvang) van *geldverbintenissen in het algemeen* (en dus niet alleen leenverbintenissen).

¹⁴⁸ Toelichting Meijers (op ontwerp-artikel 7.2.1 I BW), p. 884

¹⁴⁹ Deze artikelen bevatten een vroegere uitdrukking van het nominaliteitsbeginsel, dat thans is neergelegd in artikel 6:111 BW

¹⁵⁰ Rank 1996, p. 115 Het nominaliteitsbeginsel luidt uitzondering indien dat uit wet, gewoonte of rechtshandeling voortvloeit

Losecaat Vermeer betoogt dat de verstrekking van geld onder het beding dat de terugbetaling daarvan in afwijking van de regel niet in geld, doch in zekere goederen (zoals effecten) kan geschieden, niet in strijd komt met het karakter van de verbruiklening. Het aangewezen betaalmiddel wordt volgens hem door partijen beschouwd als 'drager van de te leen gegeven som'.¹⁵¹ Pabbruwe is echter van mening dat de terugbetaling in aandelen niet te rijmen is met het karakter van verbruiklening van geld.¹⁵²

Ballendux meent dat de converteerbare obligatielening altijd geheel binnen het gebied van de geldlening blijft. Volgens hem betekent een keuzemogelijkheid van de schuldeiser hoogstens een alternatieve verbintenis.¹⁵³ Pabbruwe vindt de kwalificatie als alternatieve verbintenis op zich juist, maar meent dat deze de grondslag van de omwisseling tegen aandelen niet verklaart.¹⁵⁴ In zijn proefschrift redeneert Ballendux dat een geldschuld, ook die uit geldlening, in rekeneenheden luidt die een bepaalde waarde uitdrukken. Elke prestatie, mits van de juiste waarde, kan dienen ter directe kwijting van een geldschuld, zodat de converteerbare obligatielening ook een geldlening is.¹⁵⁵

Eisma meent dat de contractsvrijheid toestaat dat degene die geld leent, mag afspreken dat hij appels of peren terugbetaalt. Van verbruikleen in de zin van artikel 7A:1791 BW is dan volgens hem vermoedelijk geen sprake meer.¹⁵⁶

Automatisch te converteren obligaties – Een soortgelijke redenering kan men volgen ten aanzien van automatisch te converteren obligaties (§ 6.5).

Eisma meent dat indien van meet af aan is overeengekomen dat obligaties niet in geld, maar in aandelen zullen worden afgelost, van verbruikleen in de zin van artikel 7A:1791 BW geen sprake is. Immers – zo stelt hij – de verplichting om een bedrag in geld gelijk aan het oorspronkelijke geleende bedrag terug te geven, ontbreekt van meet af aan. Volgens Eisma kan men de verplicht converteerbare obligatielening beschouwen als een (geldige) overeenkomst tot het nemen van aandelen op een bepaald (of bepaalbaar) tijdstip in de toekomst, waarbij de storting in geld op de desbetreffende aandelen bij voorbaat geschiedt, namelijk op het moment waarop de verplicht converteerbare obligatie wordt genomen.¹⁵⁷

Het ligt mijns inziens voor de hand om alleen als geldvordering te beschouwen, obligaties die vóór automatische conversie in bepaalde gevallen in geld moeten of kunnen worden terugbetaald. Daarvan is sprake indien een beding tot automatische con-

151 Losecaat Vermeer 1930/2, p. 432.

152 Pabbruwe 1974, p. 151.

153 Ballendux 1975, p. 139.

154 Pabbruwe 1979, p. 81, voetnoot 30.

155 Ballendux 1981, p. 62-66.

156 Eisma 1995, p. 1022.

157 Eisma 1995, p. 1030

versie samengaat met verplichte of vervroegde aflosbaarheid (§ 6.2) of opeisbaarheid (§ 6.3).¹⁵⁸

Indien de bedoelde modaliteiten ontbreken, ligt het meer voor de hand om obligaties van meet af aan te beschouwen als een vordering in aandelen. Het nominale bedrag van de obligaties is dan een rekenwaarde voor de conversieverhouding en de eventueel bedongen rente. De meest geschikte kwalificatie van de bedoelde obligaties is als een vordering uit een uitgifteovereenkomst onder tijdsbepaling (§ 5.2.3), krachtens welke de inbreng bij voorbaat bij het sluiten van de uitgifteovereenkomst geschiedt en het ontstaan van aandelen wordt uitgesteld. Vergelijk de redenering van Eisma (kleine letters). Dezelfde gedachtegang kan men volgen voor converteerbare participaties (§ 3.10.1).

Ondanks het voorgaande ben ik van mening dat de aard van verbruiklening op zichzelf zich er niet tegen verzet dat deze een vordering voortbrengt die van meet af aan in aandelen luidt. Die redenering is echter enigszins gekunsteld – en daarom minder geschikt – omdat zij met zich brengt dat pas een uitgifteovereenkomst tot stand komt op het moment van de automatische conversie (waarbij de inbreng op de obligaties alsnog als inbreng op de aandelen moet worden aangemerkt). Het is overigens goed om ook hier te beseffen dat de kwalificatie als verbruiklening betrekkelijk is (§ 1.3).

Rechtstreekse conversie in nieuwe aandelen – De vraag rijst of men rechtstreeks kan converteren in nieuwe aandelen, in die zin dat de contractuele rechtsgrond van convertibles met *behoud van identiteit* wordt gewijzigd in het wettelijke aandeelhouderchap. De verschuldigde prestatie luidt dan nog steeds in geld, maar is voortaan voorwerp van een ‘onlosbare’ vennootschappelijke kapitaalschuld (§ 2.2). In beginsel kan een prestatie tot object van een verbintenis gemaakt worden, ook al is het onmogelijk om haar te verrichten.¹⁵⁹

Ik zie geen principieel bezwaar tegen de bedoelde wijziging, behoudens de kanttekeningen die ik plaatste in § 5.5.6. Niettemin zal het behoud van identiteit over het algemeen niet in overeenstemming zijn met hetgeen partijen beogen, en al helemaal niet met de verkeersopvattingen. Vergelijk het criterium aan de hand waarvan Meijers schuldwijziging onderscheidt van schuldvernieuwing (§ 5.5.3).

¹⁵⁸ Zie ook het voorbeeld genoemd door Faber 1993, p. 103. De desbetreffende automatische conversie wordt opgeschort indien de debitrice/conversievennootschap op de beoogde conversiedatum in staat van faillissement verkeert, doch niet ontbonden is. Indien het faillissement eindigt zonder de ontbinding van de debitrice/conversievennootschap, vindt de automatische conversie plaats op de datum waarop het faillissement eindigt. Indien het faillissement eindigt met de ontbinding van de debitrice/conversievennootschap, vindt geen conversie plaats, maar geldt de regeling die in § 3.10.3 beschreven wordt.

¹⁵⁹ Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 25-26.

Inbetalinggeving bij omzetting zuivere obligaties – In § 5.2.4 werden enige opmerkingen gemaakt over inbetalinggeving. Dat is hier geen geschikte rechtsfiguur, omdat een conversiebeding reeds bij uitgifte van convertibles wordt overeengekomen. Inbetalinggeving is wel geschikt als kwalificatie van de omzetting van schuld in kapitaal krachtens nieuwe wilsovereenstemming.

5.7 Reverse exchangeables

Conversie van reverse exchangeables (§ 3.3.2) is minder complex dan conversie van convertibles. De hier bedoelde conversie vindt plaats in bestaande conversieaandelen. Daarvoor is geen uitgifte, maar overdracht van conversieaandelen vereist.

Het voorgaande betekent dat in ieder geval geen wettelijke inbrengverbintenis ontstaat. De kwalificaties als inbreng (§ 5.6.1) en verrekening (§ 5.6.2) komen reeds daarom niet in aanmerking, tenzij men uitgaat van de gekunstelde gedachte dat een contractuele inbrengverbintenis ontstaat.

De kwalificatie als schuldvernieuwing (§ 5.6.3) stuit, net als bij convertibles, op het bezwaar dat de obligatie *cum annexis* daardoor tenietgaat vóórdat de conversieaandelen zijn verschaft.

Gezien de term ‘exchangeables’ lijkt het logisch om hun conversie te kwalificeren als ruil (artikel 7:49 BW). Deze kwalificatie is minder geschikt. Zij zou nopen tot overdracht van de desbetreffende obligaties. In § 5.6.1 werd gesteld dat de convertiblevoorwaarden daar meestal niet van uitgaan, ondanks het feit dat afgifte van te converteren toonderobligaties of afboeking van de desbetreffende Wge-tegoeden voorgeschreven is.¹⁶⁰ Hetzelfde geldt voor reverse exchangeables. Om die reden is ook toepassing van de koopovereenkomst (artikel 7:1 BW) minder geschikt.

De figuur van de facultatieve verbintenis (§ 5.6.4) kan wel dienstig zijn bij de kwalificatie van conversie van reverse exchangeables. Dit betekent dat een reverse exchangeable de actiefzijde is van een facultatieve verbintenis waarvan het primaire voorwerp (een geldsom) wordt gewijzigd in een subsidiaire prestatie (een hoeveelheid bestaande aandelen).¹⁶¹

¹⁶⁰ Vw. 5 a Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004^o.

¹⁶¹ De voorwaarden van reverse exchangeables getuigen daarvan, waar zij bepalen dat die obligaties (kunnen) worden afgelost ‘redeemed’ in bestaande aandelen, bijvoorbeeld vw. 3.b ABN AMRO Bank op ING Groep 2003/2005; vw. 4 a.11 Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004^o; vw. 8.b Rabo op ABN AMRO 2002/2008^o.

5.8 Complexe driehoeksconversie

5.8.1 Meerpactijenovereenkomst

Complexe driehoeksconversie is de conversie van obligaties in aandelen in het kapitaal van een derde-conversievennootschap (§ 3.3.3). Daarbij geeft de laatstgenoemde rechtstreeks uit aan de obligatiehouder. De complex converteerbare obligatielening is over het algemeen een meerpactijenovereenkomst tussen de debitrice, de derde-conversievennootschap en de obligatiehouders.

Van een meerpactijenovereenkomst is logischerwijs sprake, indien de leningsvoorwaarden zijn neergelegd in één geschrift waarbij de genoemde (rechts)personen partij zijn.¹⁶² Een meerpactijenovereenkomst is ook de meest eenvoudige en logische uitleg van wat partijen beogen. Duidelijk is dat tussen de debitrice en de obligatiehouders een obligatielening bestaat. Meestal is sprake van een gebonden obligatielening. In dat geval is die verhouding op zichzelf al een meerpactijenovereenkomst tussen de debitrice en de afzonderlijke obligatiehouders (§ 1.2). Daarbij komt dat zowel de debitrice als de obligatiehouders zullen willen dat de derde-conversievennootschap zich jegens ieder van hen verbindt.

De obligatiehouders zullen de derde-conversievennootschap bij conversie rechtstreeks aan willen kunnen spreken op de uitgifte van aandelen. Bovendien is het gebruikelijk dat de derde-conversievennootschap borg staat voor nakoming van de rente- en aflossingsverplichtingen van de debitrice.

Ook de debitrice zal de derde-conversievennootschap op de nakoming van die verbintenis aan willen kunnen spreken, alleen al omdat niet-nakoming van de uitgifteverplichting wellicht leidt tot aantasting van de conversie, van de converteerbare obligatielening en van de verrichte prestaties. In de volgende paragraaf worden mogelijke andere verbintenissen tussen debitrice en derde-conversievennootschap besproken.

5.8.2 *Inbrengverbintenis, tenzij hulpvordering van debitrice op derde-conversievennootschap*

Wettelijke inbrengverbintenis, ... – De complexe driehoeksconversie vindt per definitie plaats in nieuwe aandelen van een derde-conversievennootschap. Dat is een andere rechtspersoon dan de debitrice. Het resultaat van de complexe driehoeksconversie is dat de obligatielening eindigt ten voordele van de debitrice. Het vermogen van de derde-conversievennootschap profiteert daarvan op zichzelf niet. Artikel 2:80 lid 1 BW eist echter dat haar vermogen toeneemt met een waarde die gelijk is aan het in

¹⁶² Blijkens de aanhef van de (concept-)trustakte en vw. 7 van de complex in certificaten van aandelen converteerbare obligaties Frans Maas 1991/1996/1999^o zijn daarbij partij: de debitrice, de derde-conversievennootschap, de trustee en de obligatiehouders

geld uitgedrukte nieuwe kapitaal en het eventueel daarbij overeengekomen agio. Die toename is hier niet, zoals bij de conversie van convertibles, toe te schrijven aan de beëindiging van een schuld van de (derde-)conversievennootschap (in § 5.4.3 wordt gesproken van passieve vermogensaanwas). Om deze reden ontstaat er in beginsel een inbrengvordering van de derde-conversievennootschap op de oorspronkelijke obligatiehouder.

In geval van de omzetting van een schuld van een 100%-dochtervennootschap in aandelen van de moedervennootschap, komt de vermogensaanwas van de dochter via het aandeelhoudersbelang wel ten goede aan de moeder. De toename van het vermogen van de moeder is niettemin indirect. Daarom ontstaat ook in dat geval in beginsel een wettelijke inbrengverbintenis.

... tenzij hulpvordering van debitrice op derde-conversievennootschap – Het ontstaan van een inbrengverbintenis kan mijns inziens worden voorkomen. Dat gebeurt indien uit de complex converteerbare obligatielening een hulpvordering voortvloeit van de debitrice op de derde-conversievennootschap. Daarbij moet worden bepaald dat de hulpvordering eindigt in geval van conversie. Bij conversie neemt dan het vermogen van de derde-conversievennootschap toch toe (passieve vermogensaanwas).

Een voorwaarde is dat tegenover het ontstaan van de vordering een reële tegenprestatie staat. Het einde van de inbrengverbintenis zou anders kunnen worden betwist, omdat het ontstaan van een hulpverbintenis de indirecte waarderingstoets niet zou doorstaan. Die toets kan ook buiten de toepasselijkheid van de wettelijke waarderingsvoorschriften plaatsvinden (§ 5.4.2). De meest logische tegenprestatie zou zijn de betaling door de debitrice aan de derde-conversievennootschap, van de opbrengst van de converteerbare obligatielening (vergelijk § 5.8.5).¹⁶³

Men kan de opeisbaarheid van de hulpvordering af laten hangen van de eventuele terugbetaling – in geval van aflossing of opeising – van de hoofdsom van de corresponderende obligaties. Daarmee zou de bedoelde terugbetaling niet ten laste komen van het vermogen van de debitrice.

Inbreng door debitrice voor obligatiehouder – Indien in weerwil van het voorgaande toch een inbrengverbintenis ontstaat, zou uit de converteerbare obligatielening kunnen blijken dat de debitrice de inbrengverplichting nakomt voor de obligatiehouder, artikel 6:30 lid 1 BW.¹⁶⁴ De obligatiehouder hoeft immers niet in te brengen, behoudens bijbetaling. Het lijkt dan zinvol om de eerder genoemde hulpvordering van debitrice op derde-conversievennootschap toch in het leven te roepen. De debitrice kan deze dan bij conversie inbrengen op de uit te geven conversieaandelen.

¹⁶³ Vergelijk Karollus (*Aktengesetz IV* 1994), § 221, aant 154-157.

¹⁶⁴ Zie ook Van den Ingh 1993, p 13

De debitrice kan aan haar verplichting voldoen door de inbreng van een vordering op de conversievennootschap. Het Hof 's-Gravenhage besliste dat een zodanige wijze van inbreng door een ander dan de inbrengplichtige zelf, gelet op de wet en de statuten van de BV in kwestie, niet rechtsgeldig kan zijn, tenzij die berust op een door de vennootschap daartoe aangegane overeenkomst en daarbij de desbetreffende wettelijke bepalingen in acht zijn genomen.¹⁶⁵

5.8.3 *Inbreng obligaties op conversieaandelen*

Een theoretische mogelijkheid is dat de obligatiehouders hun obligaties inbrengen op de door hen te nemen conversieaandelen. Inbreng is echter een weinig geschikte kwalificatie van de complexe driehoeksconversie. Daarvoor geldt, *mutatis mutandis*, een aantal van de bezwaren en aandachtspunten die ik noemde in § 5.6.1. Ik herhaal ze hieronder kort.

De inbreng van de obligaties zou gepaard moeten gaan met hun levering en overdracht aan de conversievennootschap. Die rechtshandelingen stemmen naar mijn mening niet overeen met de bedoeling van convertiblehouder en debitrice/conversievennootschap en blijken in ieder geval niet uit de gebruikelijke obligatievoorwaarden.¹⁶⁶

Een ander bezwaar kan zijn dat de waarderingsregels ex artikel 2:94b lid 1 j° 94a lid 2 BW (beschrijving en accountantsverklaring) toepasselijk zijn.¹⁶⁷ Dat is mijns inziens alleen het geval, zou dat althans moeten zijn, indien de ingebrachte obligaties voortbestaan (§ 5.4.2). De ingebrachte obligaties gaan niet teniet door vermenging. De debitrice en de derde-conversievennootschap zijn immers verschillende rechtspersonen. De obligaties gaan wel teniet indien de obligatievoorwaarden bepalen dat de obligaties bij conversie eindigen (vergelijk § 6.4.2).¹⁶⁸ Afgezien daarvan zijn de waarderingsvoorschriften ook niet toepasselijk (of zouden dat niet moeten zijn) op de inbreng van bepaalde beursgenoteerde of geregeld verhandelde obligaties, ook indien deze niet tenietgaan (§ 7.5.3).

Verder dient men rekening te houden met het feit dat de uitgifte wellicht geldt als bezwarende rechtshandeling van de derde-conversievennootschap, en met het feit dat haar zittende aandeelhouders in beginsel geen wettelijke voorkeursrechten hebben op de converteerbare obligaties.

¹⁶⁵ Hof 's-Gravenhage 28 februar 1989, *NJ* 1991, 601 (Brandt/Van Leeuwen q.q.), r.o. 4.

¹⁶⁶ Vw. 4.7 Frans Maas 1991/1996/1999[○]; vw. 4.7 Numico 1999/2004[○].

¹⁶⁷ Zie ook: Van den Ingh 1993, p. 13, Perrick 1995, p. 13; Eisma 1995, p. 1029.

¹⁶⁸ In vw. 4.13 Frans Maas 1991/1996/1999[○] en vw. 4.7 Numico 1999/2004[○] verbindt de trustee zich om elke ter conversie ingeleverde obligatie onbruikbaar te maken en aan de debitrice ter beschikking te stellen. In de voorwaarden van de obligaties Frans Maas is bepaald dat zij bij conversie door verrekening tenietgaan (§ 5.8.5).

5.8.4 Contractuele driehoeksverrekening

Heersende opvatting – De conversie van obligaties in aandelen in het kapitaal van een derde-conversievennootschap wordt in de schaarse literatuur beschouwd als de verrekening van een samenstel van vorderingen en schulden.¹⁶⁹ Men meent dat de obligatie tussen de obligatiehouder en de debitrice, en de inbrengverbintenis tussen de obligatiehouder en de derde-conversievennootschap, door de verrekening tenietgaan tot hun gemeenschappelijke beloop. Men kan spreken van een contractuele driehoeks- of meerpartijenverrekening (in tegenstelling tot de enkelvoudige verrekening).

Wederkerigheidsvereiste artikel 6:127 lid 2 BW – Het is duidelijk dat de contractuele driehoeksverrekening niet voldoet aan het in artikel 6:127 lid 2 BW neergelegde vereiste van wederkerigheid van verbintenissen tussen twee partijen. Niettemin wordt er in literatuur en jurisprudentie wel van uitgegaan dat men contractueel kan afwijken van het vereiste van wederkerigheid, omdat afdeling 6.1.12 BW ('Verrekening') van regelend recht is.¹⁷⁰ Ik ga ervan uit dat complexe driehoeksverrekening in beginsel gepaard kan gaan met contractuele verrekening in een driepartijenverhouding.¹⁷¹

Bezwaren en aandachtspunten – In § 5.6.2 noemde ik enige bezwaren en aandachtspunten bij de toepassing van de verrekeningsfiguur op de conversie van convertibles. Ook hier moet men rekening houden met het feit dat afdeling 6.1.12 BW toepasbaar is, het feit dat verrekening van een inbrengverplichting wellicht een bezwarende rechtshandeling is, en het feit dat de verrekening mogelijk complex is indien de obligaties en conversieaandelen (zullen) zijn opgenomen in een Wge-depot.

5.8.5 Combinatie schuldoverneming en prestatiewijziging

Subjectwisseling – Vóór inwerkingtreding van de conversie zijn de debitrice en de obligatiehouder de subjecten van de converteerbare geldverbintenis. Na de inwerkingtreding en vóór de voltooiing van de conversie – voor zover deze rechtsfeiten niet in tijd samenvallen – zijn de derde-conversievennootschap en de obligatiehouder de

¹⁶⁹ Van den Ingh 1993, p. 13, Eisma 1995, p. 1029

¹⁷⁰ Toelichting Meijers Boek 6, p. 582; Asser/Hartkamp 4-1 2004, nrs. 531 en 533; Kortmann 1993, p. 29, Faber 1993, p. 137; Faber 1994, p. 166; Beuving 1996, p. 148. Expliciet is Rb. Utrecht 26 juli 2000, *JOR* 2000/208 (ABN AMRO Bank NV/Pnl BV), r.o. 4.1. De rechtbank oordeelt dat de stelling dat de wet veronderstelt dat slechts verrekend kan worden tussen twee tegenover elkaar staande partijen met ieder een vordering op de ander, miskent dat artikel 6:127 BW – dus ook lid 3 van dit wetsartikel, waarin deze regel geschreven is – van regelend recht is

¹⁷¹ De uitoefening van een contractueel recht tot verrekening is een onverplichte rechtshandeling in de zin van artikel 42 lid 1 Fw (§ 5.2.4). Aan de faillissementsrechtelijke implicaties van verrekening, al dan niet tussen meer dan twee partijen, ga ik verder voorbij.

subjecten van een uitgifteverbintenis. De inwerkingtreding van de conversie gaat dus gepaard met een subjectwisseling.

Perrick noemt de mogelijkheid in de trustakte te bepalen dat een subjectieve schuldvernieuwing plaatsvindt.¹⁷² Deze methodiek wordt gevolgd bij de complex in certificaten van aandelen converteerbare obligaties Frans Maas 1991/1996/1999^o. In de voorwaarden daarvan is expliciet bepaald dat de obligatievorderingen ten laste van de debitrice worden genoveerd in vorderingen ten laste van de derde-conversievennootschap. De uit te geven aandelen zullen worden volgestort door verrekening met de genoveerde vorderingen (§ 5.9.3). Verder is bepaald dat de derde-conversievennootschap met ingang van de datum waarop novatie plaatsvindt, een vordering zal verkrijgen op de debitrice tot het bedrag waarvoor novatie plaatsvindt (vergelijk de in § 5.8.2 besproken hulpvordering).¹⁷³

Het is beter om de identiteit van de verbintenis te behouden. Indien de oorspronkelijke geldverbintenis ophoudt te bestaan, gaan namelijk ook de daaraan verbonden rechten, verplichtingen en middelen teniet. Daarvan zou pas sprake moeten zijn bij de verschaffing van conversieaandelen (§ 5.6.2).

In § 5.5.4 noemde ik de vervanging van de subjecten van een verbintenis met behoud van identiteit: 'subjectieve schuldwijziging'. In die paragraaf bleek dat men daarbij is aangewezen op in de wet genoemde figuren: overdracht van een vordering, overneming van een schuld en contractsoverneming. Het lijkt hier aangewezen om in de converteerbare obligatielening een schuldoverneming overeen te komen die afhankelijk is van conversie.

Schuldoverneming (in enge zin, ook wel 'voltooide' schuldoverneming genoemd) is geregeld in de artikelen 6:155-158 BW.¹⁷⁴ Hartkamp wijst erop dat de traditie leerde dat de verbintenis een persoonlijke band was, die niet van de persoon van de schuldenaar kan worden losgemaakt. Naar modern recht kan dit standpunt niet worden volgehouden. Het rechtsverkeer vereist de erkenning van de mogelijkheid een schuld over te nemen. Onder het oude recht werd al aanvaard dat een schuld met behoud van identiteit kan worden overgedragen.¹⁷⁵

Uit de wet vloeit het volgende voort. De schuld gaat over van de oorspronkelijke op de nieuwe schuldenaar, op het moment dat zij dat (vormvrij) overeenkomen. De schuld-

172 Perrick 1992, p. 125-126, en dezelfde 1995, p. 13-14. Perrick suggereert de subjectieve schuldvernieuwing als oplossing voor het ontbreken van wederkerigheid van te verrekenen schulden en vorderingen in een driepartijenverhouding. In § 5.8.4 bracht ik naar voren dat het ontbreken van wederkerigheid niet in de weg staat aan contractuele driehoeksverrekening.

173 Vw. 4.1 Frans Maas 1991/1996/1999^o.

174 Men kan ook in ruimere betekenis van schuldoverneming spreken wanneer een derde zich naast een reeds bestaande schuldenaar hoofdelijk verbindt of wanneer een derde zich jegens de bestaande schuldenaar verbindt diens schuld te betalen (al dan niet te kwalificeren als derdenbeding). Zie Asser/Hartkamp 4-I 2004, nrs. 600-601.

175 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 599.

overneming heeft echter pas werking jegens de schuldeiser indien deze zijn toestemming geeft nadat partijen (de oorspronkelijk schuldenaar en de derde) hem van de overneming hebben kennisgegeven. De toestemming kan ook bij voorbaat worden gegeven. In dat geval vindt de overgang van de schuld plaats zodra de schuldenaar tot overeenstemming is gekomen met de derde én partijen de schuldeiser schriftelijk van de overneming kennis hebben gegeven. De schuldeiser kan een bij voorbaat gegeven toestemming niet herroepen, tenzij hij zich de bevoegdheid daartoe bij de toestemming heeft voorbehouden.

Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de schuldoverneming bedoeld is een tweezijdige rechtshandeling te zijn. De toestemming van de schuldeiser vormt dus niet een onderdeel van een driezijdige rechtshandeling tussen schuldenaar, overnemer en schuldeiser. De reden waarom in het Ontwerp Meijers niet is gekozen voor de constructie van een driepartijenovereenkomst, is dat die constructie minder goed zou passen bij het feit dat de oorspronkelijke en de beoogde nieuwe schuldenaar, ook in de periode dat de schuldeiser nog niet heeft toegestemd, in het algemeen jegens elkaar niet eenzijdig behoren te kunnen terugtreden.¹⁷⁶

Het lijkt mij uit rechtssystematisch oogpunt minder gelukkig dat schuldoverneming niet ook een overeenkomst met de schuldeiser is. Schuldoverneming is materieel gezien een wijziging van de verbintenis waarbij hij partij is. De wettelijke opzet is bovendien onnodig. De totstandkoming van een driepartijenovereenkomst kan inhouden dat twee partijen daaraan gebonden zijn, ook vóórdat de derde partij met de overeenkomst heeft ingestemd. De onmogelijkheid om alsnog terug te treden, kan mijns inziens worden afgeleid uit artikel 3:37 lid 5 BW j° artikel 6:213 lid 2 BW. Artikel 6:155 BW kan naar mijn mening ook in de huidige formulering op die manier worden geïnterpreteerd. De overeenkomst tussen de schuldenaar en de derde bindt in beginsel alleen hen. Tot het moment waarop de schuldeiser zijn toestemming geeft, is sprake van onvolkomen schuldoverneming. Door de verlening van zijn toestemming, wordt de schuldeiser partij bij de schuldoverneming en wordt deze volkomen. Hoe dan ook, schuldoverneming kan in ieder geval onderdeel zijn van de converteerbare obligatielening tussen debiteur, derde-conversievennootschap en obligatiehouders.

Objectwisseling – De tevens voor complexe driehoeksconversie benodigde objectwisseling is te kwalificeren als de prestatiewijziging van een facultatieve verbintenis (vergelijk § 5.6.4). Die wijziging is, net als de hierboven als schuldoverneming geduidde subjectwisseling, te voorzien in de converteerbare obligatielening.

176 Parl. Gesch. Boek 6, p. 574. Een tweede reden was aanvankelijk dat de constructie van driepartijenovereenkomst minder goed zou passen bij de terugwerkende kracht die het Ontwerp toekende aan de verleende toestemming, tot het tijdstip van de kennisgeving. Die terugwerkende kracht is echter geschrapt in het uiteindelijke wetsvoorstel.

5.9 Conversie in certificaten van aandelen

5.9.1 *Meerpartijenovereenkomst*

De in nieuwe certificaten van nieuwe aandelen converteerbare obligatielening is over het algemeen een meerpartijenovereenkomst tussen de debitrice/conversievennootschap, het AK en de afzonderlijke obligatiehouders. Van een meerpartijenovereenkomst is logischerwijs sprake, indien de leningsvoorwaarden zijn neergelegd in één geschrift waarbij de genoemde (rechts)personen partij zijn.¹⁷⁷ Een meerpartijenovereenkomst is overigens ook de meest eenvoudige en logische uitleg van het feit dat iedere partij een directe contractuele aanspraak op iedere andere partij zal willen hebben (vergelijk § 5.8.1).

5.9.2 *Inbrengverbintenis*

Bij de conversie in nieuwe certificaten van nieuwe aandelen vindt schuldomezetting plaats. In § 5.4.3 betoogde ik dat daarbij geen wettelijke inbrengverbintenis ontstaat. Aan dit standpunt staat niet in de weg dat de debitrice/conversievennootschap een obligatieschuld heeft aan een andere persoon (de obligatiehouder) dan de rechtspersoon aan wie bij conversie wordt uitgegeven (het AK). Het vermogen van de debitrice/conversievennootschap neemt toe door beëindiging van haar schuld aan de obligatiehouder.

5.9.3 *Contractuele driehoeksverrekening*

Men kwalificeert de conversie van obligaties in certificaten van aandelen in de schaarse literatuur als de verrekening van een samenstel van vorderingen en schulden.¹⁷⁸ Daarbij veronderstelt men het ontstaan van een wettelijke inbrengverbintenis, in casu tussen de debitrice/conversievennootschap en het AK. Deze zou verrekend worden met de obligatievordering van de obligatiehouder op de debitrice/conversievennootschap én diens vorderingrecht jegens het AK op verschaffing van conversiecertificaten.¹⁷⁹ Perrick noemt de variant dat de obligatiehouder zijn obligaties overdraagt aan het AK, waarna het AK de obligaties verrekent met zijn stortingsplicht.¹⁸⁰

177 Blijkens de aanhef van de (concept-)trustakte en vw. 6 van Fugro 2000/2005[○] zijn daarbij partij: de debitrice/conversievennootschap, de trustee, het AK en de obligatiehouders. De betrokkenheid van de genoemde partijen volgt ook uit de aanhef van de trustakte en vw. 6 van Wegener 2000/2005[○]. Het AK is echter geen partij blijkens, bijvoorbeeld, vw. 1 Numico 2000/2005[○]; de aanhef van de (concept-)trustakte ter zake van Frans Maas 1991/1996/1999[○].

178 Van den Ingh 1993, p. 13, Kortmann 1993, p. 28-29; Eisma 1995, p. 1029.

179 In § 5.8.5 wees ik reeds op vw. 4.1 van de complex in certificaten van aandelen converteerbare obligaties Frans Maas 1991/1996/1999[○]. Daarin is kortweg bepaald dat de uit te geven aandelen zullen worden volgestort door verrekening met de genoveerde vorderingen.

180 Perrick 1995, p. 13.

Gezien het feit dat bij conversie in nieuwe certificaten van nieuwe aandelen geen wettelijke inbrengverbintenis ontstaat (§ 5.9.2), ligt de hier besproken kwalificatie niet voor de hand. Hetzelfde geldt voor de kwalificatie die uitgaat van de inbreng van obligaties op de uit te geven aandelen. Voor de bezwaren en aandachtspunten die overigens bij deze figuren gelden, zij verwezen naar de §§ 5.8.3 en 5.8.4.

5.9.4 Combinatie schuldoverneming en prestatiewijziging

In essentie past hier dezelfde redenering als in § 5.8.5. De converteerbare obligatie ondergaat een subjectwisseling, omdat het AK in plaats van de debitrice/conversievennootschap verplicht wordt tot nakoming van de obligatie. Tevens vindt een objectwisseling plaats, omdat het AK niet verplicht is tot de aflossing in geld, maar in certificaten. De subject- en objectwisseling kunnen ook hier worden verklaard door een combinatie van schuldoverneming en de wijziging van de prestatie van een facultatieve verbintenis.

TENIETGAAN

6.1 Inleiding

In de eerste paragrafen van dit hoofdstuk worden drie manieren besproken waarop converteerbare obligaties kunnen tenietgaan, anders dan door conversie. In § 6.2 gaat het om de betaling van de hoofdsom van converteerbare obligaties door de debitrice bij wijze van aflossing. De aflossing is over het algemeen verplicht aan het einde van hun looptijd. Convertibles kunnen vaak ook vervroegd worden afgelost.

De betaling van de hoofdsom van convertibles kan over het algemeen ook plaatsvinden naar aanleiding van opeising door de convertiblehouder, zie § 6.3. Hij heeft deze exit-mogelijkheid meestal indien zich een *event of default* of een *change of control* voordoet. Bovendien kunnen convertibles periodiek opeisbaar zijn.

De inkoop van converteerbare obligaties, daarover § 6.4, leidt meestal tot hun tenietgaan. Uit vennootschapsrechtelijk oogpunt bestaat geen beletsel voor de verkrijging door een conversievennootschap van obligaties die converteerbaar zijn in nieuwe aandelen in haar kapitaal. Vraag is wat rechtens is ten aanzien van conversie van de bedoelde aandelen. Verder wordt aandacht besteed aan vergaderrechten die zijn verbonden aan ingekochte converteerbare obligaties.

De overige paragrafen betreffen onderwerpen die samenhangen met het tenietgaan van converteerbare obligaties door conversie. In § 6.5 gaat het, overwegend beschrijvend, over automatische conversie die van rechtswege plaatsvindt door vervulling van een tijdsbepaling en/of voorwaarde.

Een obligatielening kan voorzien in de wijziging van allerlei voorwaarden, zoals haar munteenheid (*currency conversion*), looptijd (*maturity conversion*), of couponrente (*interest rate conversion*).¹ In § 6.6 gaat het om de aanpassing van de conversieprijs van converteerbare obligaties. Overigens: indien de aanpassing van de conversieprijs het gevolg is van een nieuwe wilsovereenstemming, geldt hetgeen werd opgemerkt in § 1.5 over de wijziging van obligatievoorwaarden.

In § 6.7 wordt kwitantie omschreven als de verschaffing van een schriftelijk bewijs waaruit blijkt dat een vordering geheel of gedeeltelijk teniet is gegaan. De voorwaarden van converteerbare obligaties schrijven meestal een kwitantie voor bij conversie. Verder komt de toepasselijkheid van de desbetreffende wettelijke bepalingen aan de orde.

1 Graaf 1991, p. 235.

Conversie van obligaties kan plaatsvinden op enig tijdstip in een rentetermijn. Het is dan de vraag of de obligatiehouder aanspraak heeft op de rente over de termijn vanaf de laatste rentetermijn tot aan het conversietijdstip. Die periode kan namelijk samenvallen met de periode waarover de voormalig obligatiehouder vanwege zijn aandeelhouderschap aanspraak heeft op dividend. Bij convertibles is gebruikelijk dat samenloop van rente- en dividendaanspraken wordt vermeden, zie § 6.8.

Zoals blijkt in § 6.9.1, worden beursgenoteerde convertibles meestal onder trustverband uitgegeven. Met de deponering van bewijzen bij de trustee en de machtiging van de trustee tot uitgifte van conversieaandelen beoogt men zeker te stellen dat de conversievennootschap aan haar conversieverplichtingen zal (kunnen) voldoen, § 6.9.2. Verder kan de trustee een conversierecht worden toegekend en kan hij worden belast met de doorbetaling van geldsommen, § 6.9.3 resp. § 6.9.4.

6.2 Aflossing

6.2.1 Verplichte aflossing

Handelsgebruik – Vóór 1993 bestond de looptijd van convertibles in Nederland doorgaans uit een aflossingsvrije periode, gevolgd door een aantal aflossingsjaren, waarin telkens delen van de obligatielening werden afgelost.² Het was daarbij gebruikelijk om telkens bij afloop van een periode de af te lossen groep obligaties door uitloping aan te wijzen.³ Dit is niet langer staande praktijk. Sinds 1993 sluit men in Nederland aan bij het internationale gebruik om convertibles vorm te geven als *bullet*-lening.⁴ Dat wil zeggen dat zij aan het einde van de looptijd in één keer in hun geheel – dat wil zeggen: alle tot de lening te rekenen obligaties tegelijkertijd – worden afgelost.⁵

Tijdsbepaling schort aflossing op – De (resterende) looptijd van een obligatie is de (resterende) tijdsduur tot het tijdstip dat voor nakoming is bepaald.⁶ Na het verstrijken van die looptijd is een obligatie over het algemeen opeisbaar – behoudens auto-

2 Faber 1993, p. 104-117, gedetailleerd over de verplichte en vervroegde aflossing van een aantal in 1993 uitstaande converteerbare obligatieleningen.

3 Bijvoorbeeld vw 3.3 Frans Maas 1991/1996/1999^o.

4 Duinker 1995, p. 80.

5 Bijvoorbeeld: vw 5.1 ASML 1998/2005^o; vw. 3.1 Ballast Nedam 1997/2002^o; vw. 5.a Draka 2002/2007; vw. 3.1 Getronics 2000/2005^o.

6 De door Faber 1993, p. 110-111, onderzochte oudere converteerbare obligatieleningen hebben een looptijd van 7 tot 40 jaar. De looptijd van de in dit onderzoek betrokken convertibles is meestal 5 of 6 jaar, die van de in dit onderzoek betrokken reverse exchangeables is meestal 2 jaar.

matische conversie, § 6.5 – en moet zij worden afgelost.⁷ De verplichte aflossing van een obligatie is dus afhankelijk van een opschortende tijdsbepaling. Een obligatie die eenmaal is geconverteerd, kan niet meer in geld worden afgelost. Aflossing in geld kan zijn uitgesloten bij een automatisch te converteerbare obligatielening (§ 6.5).

Hoewel de formulering van artikel 6:39 lid 1 BW anders doet vermoeden, verhindert de opschortende tijdsbepaling in beginsel niet alleen dat de lening voortijdig kan worden opgeëist, maar ook dat zij voortijdig kan worden afgelost. De tijdsbepaling is namelijk in het belang van zowel de debitrice als de obligatiehouder.⁸ Partijen kunnen anders overeenkomen. Daarvan is sprake bij de mogelijkheid tot vervroegde aflossing (zie hieronder in § 6.2.2) en die tot opeising (zie § 6.3).

Artikel 6:40 BW bepaalt dat de debitrice zich in drie gevallen niet meer kan beroepen op de opschortende tijdsbepaling. Deze gevallen zijn: (a) wanneer zij in staat van faillissement is verklaard (de vantoepassingverklaring van de schuldsaneringsregeling natuurlijke personen laat ik hier buiten beschouwing), (b) wanneer zij in gebreke blijft de door haar toegezegde zekerheid te verschaffen, en (c) wanneer door een aan haar toe te rekenen oorzaak de voor de vordering gestelde zekerheid verminderd is, tenzij het overgeblevene nog een voldoende waarborg voor voldoening oplevert.

Betaling hoofdsom – De aflossing van obligaties is de betaling van de hoofdsom. Daarvan staat los de eventueel nog verschuldigde rente. De hoofdsom kan bestaan in hetzij de nominale waarde van de obligaties a pari, hetzij de nominale waarde verminderd of vermeerderd met een bepaald percentage.⁹

Verjaring hoofdsom – De rechtsovereenkomst tot betaling van een hoofdsom verjaart over het algemeen door verloop van vijf jaren, daarover meer in § 3.7.

7 Taalkundig gesproken, zijn alleen prestaties (niet-)opeisbaar. Van Dale Groot woordenboek der Nederlandse taal verklaart het werkwoord 'opeisen' als 'eisen dat iets of iem. waarop men recht heeft of aanspraak maakt wordt overgegeven'. Met de term '(niet-)opeisbaar' duidt men echter niet alleen de status van prestaties, maar ook van verbintenissen, schulden en vorderingen. Zie onder meer de wet in de artikelen 6:52, 80 en 81 (vordering en prestatie), Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 231 en – over de ruime betekenis van de term 'opeisbaarheid' – nr. 233 (schuld, verbintenis), Fockema Andreae's Verwijzend & verklarend juridisch woordenboek 1999, p. 323 (vordering).

8 Faber 1993, p. 104, die verwijst naar Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 237. Zie ook Asser/Kleijn 5-IV 1988, nr. 102. Onder vigeur van artikel 1306 BW (oud) werd een tijdsbepaling 'altijd voorondersteld bepaald te zijn ten voordeele van den schuldenaar, ten ware uit den aard van de verbindtenis zelve, of uit de omstandigheden, mogt blijken dat de tijdsbepaling ten voordeele van den schuldeiser is geschiedt'. Dit betekende dat een debitrice haar obligatielening in beginsel kon aflossen voordat de looptijd daarvan verstreken was. Gunning 1887, constateert de onbillykheden die zich konden voordoen. Zie ook Déking Dura 1886, p. 78 e v. De door Gunning onderzochte 'conversie' is overigens niet wat in dit onderzoek onder conversie in aandelen wordt verstaan, maar de vervroegde aflossing van een obligatielening waarbij aan de obligatiehouders het recht wordt verleend om hun oude obligaties tegen nieuwe om te wisselen (a.w., p. 66).

9 Zie bijvoorbeeld vw. 3.1 Getronics 2000/2005^o voor een aflossingsbedrag van 116,01% van de nominale waarde.

6.2.2 Vervroegde aflossing

Callable convertibles – Van vervroegde aflossing van obligaties is sprake indien de debitrice gebruik maakt van haar bevoegdheid een aflossingsbedrag te betalen vóórdat de oorspronkelijke looptijd van een obligatie is verstreken.¹⁰ Het is sinds 1950 in zwang om de mogelijkheid tot vervroegde aflossing op te nemen in de leningsvoorwaarden van convertibles.¹¹ De vervroegde aflossing kan de gehele of de gedeeltelijke obligatielening betreffen. Indien de debitrice gedeeltelijk vervroegd aflost, kunnen de af te lossen obligaties door uitloting worden aangewezen.¹²

Men kan het recht van de debitrice om vervroegd af te lossen, vergelijken met een door de obligatiehouder geschreven call-optie. De uitoefening daarvan leidt tot ‘verkrijging’ van de converteerbare obligaties door de debitrice tegen het bedrag waartegen kan worden afgelost (tenzij de obligatiehouder besluit tot conversie). Men noemt vervroegd aflosbare converteerbare obligaties daarom ook wel *callable*.¹³ De nemer van de converteerbare obligatie ontvangt voor de optie een vergoeding van de debitrice, zoals een hogere couponrente, een lagere uitgifteprijs, een lagere conversieprijs of een lager emissievolume.¹⁴

Het voornemen van de debitrice om tot vervroegde aflossing over te gaan, moet doorgaans, evenals eventuele uitloting van obligaties of een verplichte gehele aflossing, worden medegedeeld aan de trustee en de obligatiehouders (door publicatie in een landelijk dagblad).¹⁵ Het is mogelijk dat het conversierecht van de convertiblehouder tijdelijk vervalt, enkele weken vóór de dag waartegen de obligaties vervroegd aflosbaar zijn gesteld.¹⁶ Kennelijk werd vroeger gedacht dat deze clause moest voorkomen dat een scherpe koersval van de conversieaandelen alsnog in de weg zou staan aan de door vervroegde aflossing afgedwongen conversie.¹⁷ Het tijdelijke ver-

10 Bijvoorbeeld: vw. 5.2 ASML 1998/2005[○], vwn. 3.2 en 3.3 Ballast Nedam 1997/2002[○], vw. 5.b Draka 2002/2007, vwn. 3.2 en 3.3 Getronics 2000/2005[○]. Zie Faber 1993, p. 93 en 113-117, voor andere voorbeelden. Anders dan Faber (op p. 112) spreek ik niet van een verkorting van de (maximale) looptijd door aflossing of conversie.

11 Zie de destijds verdeelde reacties op de introductie van het mechanisme van de vervroegde aflossing: Prins 1961, Nolst Trenité en Treep 1961; ‘Convertibles krijgen steeds meer het karakter van uitgestelde aandelen’, *Beleggers Belangen* 1973, p. 8-9. Zie voor bedrijfseconomisch onderzoek naar vervroegd aflosbare converteerbare obligaties: Wit 1996; Moore 2000.

12 Volgens Faber 1993, p. 112, leidt de vervroegde aflossing van een gedeelte van de obligatielening tot een verkorting van de looptijd van de resterende obligaties van die lening. Volgens Faber wordt een uitlotingsgroep waarvan (door conversie) geen obligaties meer uitstaan, toch bij de loting betrokken.

13 Convertibles kunnen ook ‘puttable’ zijn: § 6.3.

14 Wit 1996, p. 6.

15 Bijvoorbeeld: vw. 5.b Draka 2002/2007; vw. 3.2 Fugro 2000/2005[○]. Zie Faber 1993, p. 106, voor andere voorbeelden.

16 Bijvoorbeeld vw. 4.a Draka 2002/2007.

17 Calamos 1998, p. 58.

val van het conversierecht heeft echter een belangrijkere betekenis in samenhang met de in § 6.8 besproken *screw-clausule*.

Bevordering conversie – De vervroegde aflosbaarheid functioneert als één van de instrumenten waarmee de debitrice de conversie van convertibles kan bevorderen (§ 3.8.2). Immers, de houder van een convertible die vervroegd dreigt te worden afgelost, zal in het algemeen tot conversie overgaan indien dat voor hem financieel gunstiger is dan aflossing.¹⁸ De gedachte is dat de debitrice/conversievennootschap door de vervroegde aflosbaarstelling voorkomt dat in de toekomst een ongunstiger conversie plaatsvindt (dat wil zeggen: een conversie tegen een conversieprijs die nog verder beneden de marktwaarde van de conversieaandelen ligt).¹⁹

Door de vervroegde aflosbaarstelling van de convertibles ASML 1998/2005^o dwongen men obligatiehouders tot conversie.²⁰

De vervroegde aflosbaarstelling van de convertibles VNU 1998/2005^o leidde niet tot de gewenste conversie, vanwege een scherpe koersdaling van het onderliggende onderdeel.²¹ Het daardoor ontstane financieringsprobleem werd opgelost door uitgifte van de convertibles VNU 2001/2006^o.²²

De voorwaarden van convertibles kunnen voorzien in de bevoegdheid van de debitrice/conversievennootschap om de conversiekoers te verlagen (§ 6.6.2). Die mogelijkheid completeert de vervroegde aflosbaarheid als conversie-prikkel. Een bij nader inzien bij uitgifte van de convertibles te hoog vastgestelde conversiekoers hoeft dan niet in de weg te staan aan een conversie die al dan niet wordt ‘afgedwongen’ door de dreiging van vervroegde aflossing.

Hard/soft call-protection – Vervroegde aflossing van het nominale bedrag van een convertible – al dan niet vermeerderd met renteaccretie (§ 3.7) – kan de convertiblehouder beroven van de speculatiewaarde van zijn conversierecht (§ 3.8.3). Hij kan daartegen worden beschermd door voorwaarden te stellen aan het recht van de debitrice om vervroegd af te lossen. Men maakt in dit verband onderscheid tussen *hard* en *soft call-protection*.²³ ‘Harde’ bescherming wordt geboden door de vervroegde

18 Voor de obligatiehouder is conversie gunstiger dan aflossing indien twee omstandigheden samenlopen: (1) de marktwaarde van de conversieaandelen is hoger dan het conversie-equivalent (zie § 3.4) en (2) de marktwaarde van de conversieaandelen is hoger dan het bedrag dat de obligatiehouder bij aflossing zou ontvangen.

19 Vergelijk Kóndgen en Daeniker 2000, p. 272.

20 ASML persbericht 3 april 2002 *ASML to redeem 2,5% convertible subordinated bonds due 2005^o*; FD 4 april 2002, ‘ASML versterkt vermogen met aflossing obligatie’; FD 4 mei 2002, ‘Schuldaflossing ASML geeft 12% koersval’.

21 FD 5 april 2001, ‘VNU ziet conversie van obligatielening mislukken’.

22 FD 4 mei 2001, ‘VNU zet met nieuwe obligatie financiering recht’.

23 Zie over *call-protection* Calamos 1998, p. 53-55.

aflossing gedurende een bepaalde periode onder geen enkele voorwaarde toe te staan.²⁴ Het is gebruikelijk om deze bescherming te bieden gedurende de eerste jaren na uitgifte van de convertibles.²⁵

‘Zachte’ bescherming kent verschillende vormen. Men kan in de eerste plaats voorwaarden stellen aan de aflosbaarheid. Een gebruikelijke voorwaarde is dat de beurskoers van de conversieaandelen gedurende een bepaalde periode ten minste een bepaald percentage boven de conversiekoers heeft verkeerd.²⁶ Een andere mogelijkheid is te bepalen dat de debitrice bevoegd is de lening vervroegd af te lossen, op voorwaarde dat ten minste een bepaald percentage van de oorspronkelijk uitgegeven obligaties is geconverteerd of ingekocht. Vervroegde aflosbaarheid kan ook afhankelijk zijn van wijzigingen in fiscale regelgeving.²⁷

In de tweede plaats kan men zachte bescherming bieden door het aflossingsbedrag op een dusdanig niveau te stellen dat de convertiblehouder geheel of gedeeltelijk wordt gecompenseerd voor het verlies van de speculatiewaarde van zijn conversierecht. Het aflossingsbedrag kan gelijkgesteld worden aan de som van de obligatiewaarde, vermeerderd met de renteaccretie (§ 3.7) en/of een premie.²⁸ Men spreekt wel van *make-whole call (provision)*.

De convertiblehouder kan in de derde plaats *premium protection* worden geboden. Dat houdt in dat hij in geval van vervroegde aflossing kan converteren en toch recht heeft op een deel (bijvoorbeeld de helft) van de daarna in een bepaalde periode nog te vervallen rentetermijnen.²⁹

6.3 Opeising

6.3.1 Inleiding

Begripsbepaling – Het opeisen van obligaties betekent dat de individuele obligatiehouder, of de trustee namens alle obligatiehouders, (vervroegde) betaling vordert van het nominale bedrag (eventueel vermeerderd met rente en/of kosten). Het gaat niet

²⁴ Zie ook Gastineau en Kritzman 2000, p. 162

²⁵ Bijvoorbeeld: vw. 3.2 Fugro 2000/2005^o, vw. 3.2 Stork 1998/2005^o; vw. 5 b.1 Wolters Kluwer 2001/2006^o.

²⁶ Bijvoorbeeld vw. 3.2 BAM 1997/2004^o. Koninklijke BAM Groep NV kondigde in een buitengewone a.v.a. van 10 juli 2002 aan dat zij de conversie van haar convertibles wil afdwingen, zie Bartjens, ‘Bouwvraag’, *FD* 11 juli 2002. De convertibles kunnen vervroegd worden afgelost (sinds 1 juli 2000) indien hun beurskoers gedurende 30 opeenvolgende dagen minstens 130% van de conversieprijs is geweest. In het verleden waren de bedoelde convertibles *in the money*. Blijkbaar hebben toen minder beleggers geconverteerd dan in de financiële pers werd verwacht, zie *FD* 4 en 6 september 1998, ‘Cashen met convertibles van BAM’.

²⁷ Bijvoorbeeld vw. 5.3 ASML 1998/2005^o.

²⁸ Gastineau en Kritzman 2000, p. 183.

²⁹ Calamos 1998, p. 43; Woodson 2002, p. 15.

om een betaling die reeds verschuldigd is vanwege verplichte aflossing of vervroegde aflossing op initiatief van de debitrice. De opeising op zichzelf doet de obligaties niet eindigen, wel de daarop volgende betaling door de debitrice.

De obligatiehouders en de trustee hebben alleen de bevoegdheid om obligaties op te eisen indien deze hun in de obligatievoorwaarden is toegekend.³⁰ Zie in dit verband mijn opmerkingen over artikel 6:39 lid 1 BW in § 6.2.1.

Put-optie – Men kan de opeisbaarheid door de obligatiehouder in zeker opzicht vergelijken met een door de debitrice geschreven put-optie. De opeising leidt immers tot ‘vervreemding’ door de houder en ‘verkrijging’ door de debitrice tegen een vooraf vastgestelde prijs. Hoewel de bedrijfseconomische literatuur vaak spreekt van een put-optie, lijkt er over het algemeen geen sprake te zijn van een clause die tot overdracht leidt.

Het opeisbare bedrag – Het vanwege een change of control op te eisen bedrag kan worden vastgesteld op de nominale waarde van de obligaties, al dan niet vermeerderd met de renteaccrétie (§ 3.7). In dat geval is de convertiblehouder echter niet beschermd tegen het verlies van de speculatiewaarde van zijn conversierecht (§ 3.8.3). Om dat te voorkomen, kan het op te eisen bedrag worden aangevuld met een premie.³¹ Men spreekt dan wel van een *premium put* (vergelijk de in § 6.2.2 besproken *premium protection*) of *poison put*.³²

6.3.2 Bij event of default

Alle tot één obligatielening behorende convertibles kunnen meestal vervroegd worden opgeëist indien sprake is van een *event of default*, al dan niet behoudens een cou-lancetermijn.³³ De obligatievoorwaarden definiëren in voorkomende gevallen een aantal gebeurtenissen waarbij sprake is van een event of default. De gedachte is dat de gebeurtenissen twijfel wekken omtrent de gegoedheid van de debitrice. Minder gebruikelijk zijn converteerbare obligaties die bij dergelijke gebeurtenissen niet vervroegd kunnen worden opgeëist, maar waarvan de couponrente wordt verhoogd.³⁴ Ik

30 In vw. 5 I ASML 1998/2005^o wordt de opeisbaarheid uitdrukkelijk uitgesloten.

31 Zie: Wood 1995, 9-6; Calamos 1998, p. 47.

32 Vergelijk Coxe 2000, p. 22-23, Gastineau en Kritzman 2000, p. 149; Woodson 2002, p. 13. Grubben 2003/2, p. 29, spreekt van een *redemption put*. Verder noemt Grubben: de tussentijdse put (opeisbaarheid op een bepaald tijdstip); de *rolling put* (opeisbaarheid op verschillende tijdstippen, van steeds hogere bedragen); de *soft put* (debitrice kan aflossen in geld, aandelen of obligaties) en *hard put* (debitrice dient af te lossen in geld).

33 Het merendeel van de door Faber onderzochte converteerbare obligatieleningen zijn vervroegd opeisbaar door de trustee, Faber 1993, p. 94. Zie over events of default ook Horsten 2002/2, p. 54-55.

34 Zie Faber 1993, p. 131, voor een voorbeeld.

geef een enuntiatieve opsomming van gebeurtenissen die plegen te worden aange-merkt als event of default.³⁵

- Het al dan niet gedurende een bepaalde periode in gebreke zijn van de debitrice ter zake van enigerlei betaling op obligaties, in het bijzonder die van hoofdsom of rente.
- Het al dan niet gedurende een bepaalde periode in gebreke zijn van de debitrice ter zake van enige andere verplichting uit de obligaties.³⁶
- Het al dan niet gedurende een bepaalde periode in gebreke zijn van de debitrice ter zake van de betaling van een andere schuld uit een geld- of obligatielening, al dan niet met een bepaalde minimale omvang (*cross-default*).
- De opheffing van andere vorderingen uit een geld- of obligatielening, al dan niet met een bepaalde minimale omvang (*cross-acceleration*).
- De uitoefening van goederenrechtelijke claims, zoals een (beklijvend) beslag, op vermogensbestanddelen van de debitrice.
- Een beroep op verbintenisrechtelijke verplichtingen van de debitrice, zoals die uit borgstelling of hoofdelijke aansprakelijkheid.
- Een (aanvraag of uitspreken van) faillissement of surseance van betaling, schuldsanering, ontbinding (anders dan bij een reorganisatie) of andere (dreigende) deconfiture van de debitrice.
- Een reorganisatie, tenzij de verplichtingen uit de obligaties komen te rusten op een eventueel daaruit resulterende entiteit.
- Het in strijd met de wet geraken van het voldoen aan enigerlei verplichting van de debitrice.

Indien een obligatielening onder trustverband staat, is de bevoegdheid om vervroegd op te eisen, meestal aan de *trustee* toegekend. De trustee kan meestal verplicht worden deze bevoegdheid uit te oefenen door een besluit van die strekking door de algemene vergadering van obligatiehouders (avo), of door de houders van een zeker percentage van de uitstaande obligaties.³⁷

In december 2002 eisten de houders van 10% van de convertibles Getronics 1999/ 2004[○] dat hun obligaties vervroegd zouden worden afgelost. Uit berichten in de financiële pers blijkt dat de bedoelde convertiblehouders zich op het standpunt stelden dat sprake is van een event of default vanwege de verkoop van een bedrijfsonderdeel en de wijziging van de omvang en rente van een banklening.³⁸ Ik veronderstel dat men zich beriep op vw.

35 Ontleend aan (onder meer) vw 8 ASML 1998/2005[○], vw 7.2 Fugro 2000/2005[○], vw. 8.2 Stork 1998/2005[○], vw 10 Wolters Kluwer 2001/2006[○]

36 Te denken valt aan het niet voldoen aan een verplichting tot het geven van informatie.

37 Bijvoorbeeld vw. 7.2 AMEV 1998/2005[○], vw. 8.2 Ballast Nedam 1997/2002[○], vw 10 Draka 2002/ 2007; vw. 8.2 Getronics 2000/2005[○]. Zie voor voorbeelden ook Faber 1993, p. 119-130.

38 FD 28 december 2002, 'Getronics moet obligatie vervroegd gaan aflossen' en 'Genoeg kasgeld Getronics voor aflossing obligaties'; M. Houben, 'Horzel strijkt voor schuldeisers neer op Getronics', *NRC Handelsblad* 4 en 5 januari 2003; B. Zevenbergen, 'Obligatiehouders Getronics ballen vuist', *FD* 10 januari 2003.

8.2.c en 8.2.g Getronics 1999/2004³⁹. De trustee heeft in voorkomende gevallen de bevoegdheid alle uitstaande obligaties vervroegd op te eisen. Hij kan daartoe verplicht worden door een besluit van de avo of door de houders van (ten minste) een vijfde van de uitstaande obligatiesom. De trustee convoceerde eind januari 2003 een avo. De agenda van die vergadering vermeldt de hier genoemde kwestie en het openbaar bod van Getronics op haar convertibles 1999/2004⁴⁰ en 2000/2005⁴¹ (§ 7.5.2).³⁹

De bevoegdheid om obligaties vervroegd op te eisen in geval van een event of default, kan ook toekomen aan de *individuele obligatiehouder*. In dat geval is echter meestal geen sprake van een trustverband.⁴⁰ Dat geldt in ieder geval voor reverse exchangeables.⁴¹

Faillissement debitrice – Zoals gezegd in § 6.2.1, volgt uit artikel 6:40 aanhef en onder a BW dat de debitrice zich niet meer kan beroepen op een opschortende tijdsbepaling wanneer zij in staat van faillissement is verklaard. Door de werking van het genoemde artikel treedt de opeisbaarheid van obligaties van rechtswege in. In dat geval dient de verificatiewaarde te worden vastgesteld overeenkomstig de regeling van artikel 131 lid 2 Fw. Artikel 131 Fw is echter niet van toepassing indien de obligaties in faillissement vervroegd opeisbaar zijn krachtens de in deze paragraaf besproken contractuele voorwaarde.⁴² Omdat de genoemde wetsartikelen dan geen toepassing vinden, kunnen de obligaties worden opgeëist tegen het – doorgaans hogere – aflossingsbedrag dat blijkt uit de obligatievoorwaarden. De opeisbaarheid van de obligaties, tegen welk bedrag dan ook, doet overigens niet af aan hun eventuele achterstelling (§ 1.6).⁴³

6.3.3 *Bij change of control*

Minder vaak wordt aan de *individuele convertiblehouder* de bevoegdheid toegekend om zijn obligatie(s) op te eisen indien bij de conversievennootschap/debitrice een change of control plaatsvindt.⁴⁴

39 Getronics aankondiging 10 januari 2003⁴⁰

40 Vw. 8 ASML 1998/2005⁴¹

41 Bijvoorbeeld: vw. 8 Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004⁴²; vw. 13 Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme II⁴³.

42 Faber 1993, p. 118.

43 A.B. Dorsman en R. Liethof, 'Beleggers kunnen beter niet op bod Getronics ingaan', *FD* 20 januari 2003, passen artikel 131 Fw ten onrechte toe op de convertibles 1999/2000 en 2000/2005. De genoemde convertibles zijn krachtens hun vw. 8 2.f vervroegd opeisbaar in het hypothetische faillissement van Getronics NV. Dorsman en Liethof concluderen bovendien ten onrechte dat de genoemde convertibles niet zijn achtergesteld in het hypothetische geval dat Getronics NV failliet wordt verklaard in het laatste jaar van hun reguliere looptijd (§ 1.6).

44 Bijvoorbeeld: vw. 3.5 AMEV 1998/2005⁴⁵, vw. 3.4 Ballast Nedam 1997/2002⁴⁶; vw. 5 c Draka 2002/2007; vw. 5.c Wolters Kluwer 2001/2006⁴⁷.

De 4,25% convertibles Fokker 1995/1999 konden vervroegd worden opgeëist bij een change of control, maar kennelijk alleen door de trustee. De trustee zou daartoe verplicht kunnen worden door een besluit met die strekking van de avo (vergelijk § 6.3.2). Naar aanleiding van de overname van 51% van de aandelen Fokker door de Duitse onderneming DASA wenste een aantal convertiblehouders vervroegde opeising. De trustee bleek niet bereid daartoe over te gaan. Na drie avo's en een kort geding stemde in een vierde avo een meerderheid van de convertiblehouders tegen vervroegde opeising. De meerderheid was naar verluidt te danken aan het feit dat een aan de huisbankier van Fokker gelieerde bank inmiddels een hoeveelheid convertibles had opgekocht.⁴⁵

De obligatievoorwaarden definiëren in voorkomende gevallen een aantal gebeurtenissen waarbij sprake is van een change of control. Aan de volgende gebeurtenissen kan worden gedacht.

- De feitelijke macht om gedurende een bepaalde minimumperiode de bestuurders, commissarissen en/of andere leden van vennootschapsorganen te benoemen/ontslaan, komt in andere handen.
- De eigendom van een bepaald percentage (bijvoorbeeld 50%) van het geplaatste kapitaal van de debitrice/conversievennootschap komt in andere handen.
- De debitrice/conversievennootschap gaat een duurzame samenwerking aan of fuseert met een andere vennootschap.
- Alle vermogensbestanddelen van de conversievennootschap, of een substantieel deel daarvan, komen in andere handen.

De obligatievoorwaarden kunnen bepaalde gebeurtenissen ook uitdrukkelijk uitsluiten. Te denken valt aan de bescherming van de debitrice door de verkrijging van preferente aandelen door een stichting en de wisseling tussen gewoon, beperkt en volledig structuurregime.⁴⁶

6.3.4 Periodieke opeisbaarheid

De houders van convertibles die periodiek kunnen worden opgeëist, genieten extra bescherming tegen de koersval van de conversieaandelen (§ 3.8.3).⁴⁷ De periodieke opeisbaarheid is afhankelijk van een tijdsbepaling. De beleggers hebben op één of

45 Over de bedoelde verwikkelingen: Pres. Rb. Amsterdam 14 oktober 1993, *TVVS* 1994-2, p. 43-44 met commentaar H.P.J. Ophof (Vereniging van Effecten Bezitters/Centrale Trust Compagnie B.V. en als tussenkomende partij N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigenfabriek Fokker), *De Kluiver* 1997/2, p. 678; Van 't Groenewout 1997, *FD* 25 januari 1996, 'VEB wil schadeclaim over Fokker-obligatie'.

46 Bijvoorbeeld: v.w. 17 Draka 2002/2007; v.w. 17 Wolters Kluwer 2001/2006^o.

47 Ritchie 1995, p. 296 en 303; A. Currie, 'Is this love, or a teenage crush?', *Euromoney* 2001-7, p. 40-43.

meerdere tijdstippen tijdens de looptijd het recht hun convertibles op te eisen. De periodieke opeisbaarheid kan gepaard gaan met de opeisbaarheid uit anderen hoofde (§§ 6.3.2 en 6.3.3), zoals bij een *change of control*.⁴⁸

De periodieke opeisbaarheid zien we niet vaak bij de in dit onderzoek gebruikte Nederlandse beursgenoteerde convertibles. Eurodollar convertibles hebben deze modaliteit kennelijk regelmatig wel.⁴⁹ De in § 3.7 besproken Lyons kunnen periodiek worden opgeëist. In de Verenigde Staten gaat de periodieke opeisbaarheid vaak samen met modaliteiten die voor beleggers minder gunstig zijn, zoals voorwaardelijke converteerbaarheid (§ 3.6) en een couponrente van nul (§ 3.7).⁵⁰ De bedoelde convertibles zijn niet beursgenoteerd en worden uitgegeven aan professionele partijen, waaronder vooral arbitrerende hedgefondsen (§ 3.8.3). De debitrice/conversievennootschap kan de keuze hebben tussen een betaling in geld, in aandelen of een combinatie daarvan. Soms proberen Amerikaanse ondernemingen de convertiblehouders ertoe over te halen hun convertibles op zeker moment niet op te eisen, kennelijk omdat dat bedrijfseconomisch ongunstig is. Die ondernemingen stellen dan een aanpassing voor van de convertiblevoorwaarden. De bedoelde aanpassing houdt in dat de convertiblehouder zijn recht opgeeft om vervroegd op te eisen. In ruil daarvoor vindt een voor hem gunstige aanpassing plaats van andere risico/rendementkarakteristieken.⁵¹ Daarbij kan worden gedacht aan gunstiger financiële voorwaarden waaronder op een toekomstig tijdstip vervroegd kan worden opgeëist, eenmalige betaling van een geldsom, of een betaling van couponrente.⁵²

48 Bijvoorbeeld Comcast persbericht 20 december 2002 *Comcast provides debt holders opportunity to exercise required repurchase right*

49 Eurodollar convertibles zijn in Amerikaanse dollars gedenomineerd, maar worden buiten de VS uitgegeven. Zij mogen naar Amerikaans effectenrecht pas na een bepaalde periode aan Amerikaanse beleggers worden aangeboden. Indien de uitgevende instelling Amerikaans is, lopen Amerikaanse obligatiehouders geen valutarisico met betrekking tot de betaling van de hoofdsom en rentetermijnen. Zij lopen dat risico wel met betrekking tot de waarde van de conversieaandelen in een niet-Amerikaanse conversievennootschap. Zie over eurodollar convertibles Calamos 1998, p. 45-46, Eswar 2000, p. 11, Cox 2000, p. 22.

50 Bijvoorbeeld Cendant persbericht 4 mei 2001 *Cendant completes previously announced zero-coupon zero-yield convertible notes offering*, Comcast persbericht 14 december 2000 *Comcast Corporation issues \$1.285 billion zero coupon convertible debentures due December 2020*, Neuberger Berman persbericht 1 mei 2001 *Neuberger Berman to receive approximately \$130 million in convertible debt offering*, Tyco persbericht 7 februari 2001 *Tyco to raise approximately \$2.25 billion in convertible debt offering*, Tyco persbericht 7 januari 2003 *Tyco prices sale of \$3.75 billion of convertible debentures*.

51 Over deze praktijk J. Morris, 'Preaching to the converted', *Euromoney* 2002-8.

52 Bijvoorbeeld Comcast persbericht 14 december 2001 *Comcast Corporation amends its zero coupon convertible debentures due 2020*, Masco persbericht 19 juli 2002 *Masco Corporation to provide for an additional repurchase date on its zero coupon convertible senior notes due 2031*, Neuberger Berman persbericht 1 mei 2002 *Neuberger Berman Inc. amends its zero coupon senior convertible notes due 2021*, Neuberger Berman persbericht 29 oktober 2002 *Neuberger Berman Inc. to amend its zero coupon senior convertible notes due 2021*. Voorbeelden waarin de bedoelde

6.4 Inkoop door debitrice/conversievennootschap

6.4.1 Motieven

Schuldverlaging – De inkoop van eigen, zuivere of converteerbare obligaties – al dan niet na een geslaagd openbaar bod – is een methode om de balans van een debitrice te verbeteren. Zij is met name effectief indien haar solvabiliteit sterk is verslechterd sinds de uitgifte van de obligaties. Die verslechtering heeft over het algemeen tot gevolg dat de marktwaarde van uitstaande obligaties daalt beneden hun nominale waarde. Inkoop heeft dan als voordeel dat de debitrice een koopsom betaalt die lager is dan het bedrag dat te zijner tijd zou moeten worden afgelost. Verder worden met inkoop lagere rentelasten en een gelijkmatiger ‘aflossingsschema’ nagestreefd.⁵³

Bij converteerbare obligaties zal men een inschatting maken van de vraag of obligatiehouders in de resterende looptijd van de obligaties tot conversie zullen overgaan. Conversie is echter niet waarschijnlijk indien de lage marktwaarde van obligaties wordt veroorzaakt door slechte bedrijfseconomische omstandigheden. Dezelfde omstandigheden veroorzaken dan vaak ook een lagere marktwaarde van de conversieaandelen, ver beneden de conversieprijs (*busted convertibles*). Het is dan minder waarschijnlijk dat de converteerbare obligaties nog in *the money* zullen geraken.

Koninklijke Numico NV kocht in het eerste kwartaal van 2003 nominaal € 75 miljoen in van de convertibles Numico 1999/2004⁵⁴.

In § 6.6.2 noem ik de tijdelijke verlaging van de conversieprijs van de convertibles Getronics 1999/2004⁵⁵ en Getronics 2000/2005⁵⁶ in december 2001. In 2002 kocht Getronics NV delen van de resterende convertibles in.⁵⁵ Zie verder § 7.5.2 over de in 2003 bij Getronics doorgevoerde schuldsanering.

In de eerste helft van 2003 kocht VNU NV voor € 53,4 mln aan convertibles VNU 2001/2006⁵⁶ in.⁵⁶ De ingekochte convertibles hadden een gezamenlijk nominaal bedrag van € 100 mln.⁵⁷

opzet slaagde: Cendant persbericht 6 mei 2002: *Cendant announces that holders retained virtually all of its zero-coupon convertible debentures due May 2021*; Neuberger Berman persbericht 6 mei 2002: *Neuberger Berman Inc repurchases for cash 5% of the aggregate principal amount at maturity of its zero coupon senior convertible notes at a cost of approximately \$7.6 million*, Neuberger Berman persbericht 4 november 2002: *\$166,235,000 aggregate principal amount at maturity of Neuberger Berman's zero coupon senior convertible notes remains outstanding*, Masco persbericht 23 juli 2002: *Masco Corporation repurchases \$26,351,000 zero coupon convertible senior notes due 2031*.

53 'KPN verlaagt rentelasten met versnelde aflossing obligaties', *FD* 10 oktober 2003; Bartjens, 'Goed in de slappe was', *FD* 15 oktober 2003.

54 Numico persbericht 2 mei 2003: *Resultaten eerste kwartaal 2003*⁵⁴, p. 3.

55 *FD* 24 april 2002, 'Getronics zet kas in voor koop schulden'.

56 *FD* 16 augustus 2003, 'VNU koopt converteerbare obligaties terug'.

57 VNU persbericht 13 augustus 2003, p. 11

In 2003 werden (onder meer) 48.352 convertibles KPN 2000/2005^o ingekocht, met een gezamenlijke nominale waarde van € 53,4 mln.⁵⁸

Andere motieven – Van den Ingh noemt als mogelijk motief de bedoeling tot doorverkoop.⁵⁹ Hij wijst op het voorbeeld dat wordt genoemd door Voûte. Een in 1989 door Fokker uitgegeven converteerbare obligatielening bleek gedeeltelijk niet te kunnen worden geplaatst door het overnemende emissiesyndicaat (§ 4.2). De uitgevende instelling kocht deze obligaties met korting van het syndicaat en verschaftte ze vervolgens aan haar werknemers.⁶⁰ De overdracht door de debitrice/conversievennootschap is alleen mogelijk indien converteerbare obligaties voortbestaan na verkrijging door de debitrice (§ 6.4.2).

Een tweede motief dat Van den Ingh (t.a.p.) noemt, is de ondersteuning van de beurskoers van de conversieaandelen. Ik veronderstel dat hij niet de beurskoers van converteerbare obligaties bedoelt, omdat de ondersteuning daarvan weinig zinvol lijkt. Zoals gezegd in § 3.8.3, leidt de uitgifte van converteerbare obligaties vaak tot een koersdaling. Inkoop heeft doorgaans tot gevolg dat converteerbare obligaties tenietgaan, zie opnieuw § 6.4.2. Omdat conversie dan is uitgesloten, ligt een opwaarts effect op de bedoelde koers voor de hand.

6.4.2 *Tenietgaan van obligaties na verkrijging door debitrice*

Door vermenging hoedanigheden van schuldeiser en schuldenaar – Verrijking van obligaties *op naam* door de debitrice, zoals eventueel door inkoop, heeft tot gevolg dat zij door vermenging tenietgaan. Artikel 6:161 lid 1 BW verbindt dit rechtsgevolg aan de vereniging van de hoedanigheden van schuldeiser en schuldenaar in één persoon (na overgang van vordering of schuld).

Het voorgaande geldt niet voor de inkoop van obligaties aan toonder.⁶¹ Lid 2 aanhef en onder b van het genoemde artikel maakt namelijk een uitzondering voor van vorderingen aan toonder (of order), voor zover zij aan de schuldenaar worden overgedragen overeenkomstig artikel 3:93 BW. De uitzondering is in de wet opgenomen, omdat de praktijk blijf gaf van de behoefte aan de mogelijkheid dat de schuldenaar van verbintenissen aan toonder en order zelf aan de handel in het papier deelneemt.⁶²

Onder het oude recht werd aangenomen dat een ingekochte obligatie aan toonder tenietging, doch 'herleefde' indien de debitrice haar opnieuw in het verkeer bracht.⁶³ De Tekst Meijers volgde deze constructie in ontwerp-artikel 6.1.10.2 lid 3: 'Een vordering aan

58 'KPN koopt deel van twee obligatieleningen terug', *FD* 23 september 2003

59 Van den Ingh 1993, p. 14

60 Voûte 1991, p. 100.

61 Kortmann 1993, p. 24, Perrick 1995, p. 11 Anders Handboek 1992, nr. 196

62 Toelichting Meijers Boek 6, p. 579

63 Meijers 1948, p. 128

toonder of aan order die door vermenging is tenietgegaan, herleeft indien de schuldenaar haar, anders dan door cessie, opnieuw in het verkeer brengt.' De constructie is uitdrukkelijk verlaten bij de invoering van het huidige BW.⁶⁴

De debitrice kan door haar ingekochte, doch voortbestaande toonderobligaties terugbrengen in het handelsverkeer, door overdracht overeenkomstig artikel 3:93 BW of door cessie.⁶⁵ Indien zij de ingekochte toonderobligaties wenst te beëindigen, dient zij ze in te trekken.⁶⁶ Zie ook § 6.4.4 over vergaderrechten die zijn verbonden aan ingekochte en voortbestaande toonderobligaties.

Obligaties in bewaarsystemen (Wge en Vabef) – Vermenging blijft niet alleen uit bij de verkrijging van obligaties aan toonder, maar strikt genomen ook bij obligaties die zijn opgenomen in een verzamel- en/of girodepot in de zin van de Wge, en bij obligaties die zijn opgenomen in een Vabef-systeem. De individuele Wge- en Vabef-gerechtigden zijn eigenlijk geen obligatiehouders en dus ook geen schuldeisers van de debitrice, zie § 5.6.2. In de bedoelde gevallen zijn de hoedanigheden van schuldeiser en schuldenaar niet verenigd in de persoon van de debitrice. De in de bedoelde systemen opgenomen obligaties gaan daarom na inkoop niet teniet door vermenging, ook niet indien zij op naam luiden. Vermenging zou alleen kunnen optreden, indien de obligaties worden uitgeleverd aan de debitrice. Zie echter § 5.6.2, waarin ik mijn twijfel uitspreek over een al te strikte benadering van de Wge.

Krachtens contractuele voorwaarde – Uit het bovenstaande zou volgen dat alleen obligaties op naam tenietgaan door inkoop en daarop volgende vermenging die niet in een Wge- of Vabef-systeem zijn opgenomen. Meestal echter bevatten converteerbare obligaties de voorwaarde dat zij tenietgaan of eindigen door inkoop en dat zij niet opnieuw mogen worden uitgegeven of verkocht.⁶⁷ Indien deze voorwaarde in de converteerbare obligaties is opgenomen, gaan zij door inkoop teniet, ook indien zij niet tot de hierboven genoemde categorie behoren.

Structuurregime – Indien de debitrice/conversievennootschap een structuurvennootschap is, is het bestuursbesluit tot verkrijging van converteerbare obligaties onderworpen aan de goedkeuring van de rvc, artikel 2:164/274 lid 1 en onder a BW.

64 Parl. Gesch. Boek 6, p. 590-592. Handboek 1992, nr. 196, is gedateerd in dit opzicht

65 MvA II (derde alinea, laatste volzin), Parl. Gesch. Boek 6, p. 592.

66 Zie ook Kortmann 1993, p. 24.

67 Bijvoorbeeld vw. 3.6 Ballast Nedam 1997/2002^o; vw. 5.e Draka 2002/2007; vw. 4.g.1v Fortis AMEV 1998/2003^o; vw. 4.7 Numico 2000/2005^o; vw. 5 d Wolters Kluwer 2001/2006^o.

6.4.3 *Vennootschapsrechtelijke aspecten bij en na inkoop door conversievennootschap*

Inkoop – De wet verzet zich niet tegen de verkrijging door de vennootschap van stockdividenden, claims en voorkeursrechten vanwege door haar gehouden eigen aandelen. De vennootschap kan deze rechten overdragen.⁶⁸ De wet verzet zich ook niet tegen de overdracht aan de vennootschap van rechten tot het nemen van eigen aandelen, zoals deze besloten liggen in converteerbare obligaties of opties.⁶⁹ Aan de verkrijging van in eigen aandelen converteerbare obligaties is – anders dan bij verkrijging van eigen aandelen (artikel 2:98 BW) – geen grens of voorwaarde gesteld. In vennootschapsrechtelijk opzicht bestaat dus geen beletsel voor de verkrijging door inkoop (of anderszins) van in eigen aandelen converteerbare obligaties.⁷⁰

Uitgifte conversieaandelen – Indien de conversievennootschap een BV is, kan zij bij conversie van door haar gehouden eigen converteerbare obligaties geen nieuwe aandelen nemen. Dit volgt uit artikel 2:205 BW. (In § 4.6 stelde ik dat de conversievennootschap een besloten karakter kan hebben.) Indien de conversievennootschap een NV is, mag zij ingevolge artikel 2:95 lid 1 BW geen eigen aandelen nemen. Voor zover een conversievennootschap contractueel gerechtigd is (uit hoofde van haar hoedanigheid als debitrice/conversievennootschap of als houder van de converteerbare obligatie) in nieuwe eigen aandelen te converteren, kan (conversie-BV) of mag (conversie-NV) zij geen gebruik maken van dat conversierecht.⁷¹

Van een andere situatie is sprake wanneer de conversievennootschap obligaties houdt die *automatisch* worden geconverteerd in haar eigen nieuwe aandelen (§ 6.5). Kan dat houderschap worden geduld?

Van den Ingh is van mening dat in de visie waarin een verplicht converteerbare convertible tot het gebonden deel van het eigen vermogen wordt gerekend (gelijkgesteld wordt aan een aandeel), het verbod tot vervroegde aflossing zo zal moeten worden uitgelegd dat daaronder ook inkoop is begrepen.⁷² Volgens Perrick verzet de wet zich niet tegen inkoop van (al dan niet verplicht) converteerbare obligaties. De vennootschap is volgens hem wel verplicht te bewerkstelligen dat zij de obligaties heeft vervreemd vóór het tijd-

68 Handboek 1992, nr 315 I; Asser/Maeijer 2-III 2000 nrs 147, laatste alinea en 166, laatste alinea.

69 Aldus Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 147, laatste alinea. Niettemin kennen convertiblevoorwaarden vaak uitdrukkelijk het recht tot inkoop toe aan de debitrice (en eventueel ook aan de groepsmaatschappijen van de debitrice en de garante). Bijvoorbeeld. v.w. 3.5 Ballast Nedam 1997/2002^o; v.w. 5.d Draka 2002/2007; v.w. 4.g iv Fortis AMEV 1998/2003^o; v.w. 4.7 Numico 2000/2005^o, v.w. 5.d Wolters Kluwer 2001/2006^o.

70 Hirte 2000, p. 8, over Italiaans, Nederlands, Frans en Engels recht ter zake

71 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 147, laatste alinea. Naar Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 147. Naar Portugees recht: Antunes 2000, p. 232

72 Van den Ingh 1993, p. 9 en 15.

stip dat verplichte conversie plaatsvindt. Indien van een recht tot conversie sprake is, is het de vennootschap volgens Perrick in het geheel niet toegestaan te converteren.⁷³

Het is naar mijn mening niet nodig dat de conversievennootschap een niet-toegestane automatische conversie voorkomt door vervreemding van in haar eigen aandelen converteerbare obligaties. Zij kan de conversieverplichting negeren. Strikt genomen, kan geen sprake zijn van uitgifte door een vennootschap aan zichzelf. In § 2.3 duidde ik de uitgifte van aandelen als een overeenkomst. Het valt niet goed in te zien waarom een vennootschap met zichzelf uitgifte van aandelen kan overeenkomen. Een NV kan geen overeenkomst met zichzelf aangaan. (Een vennootschap kan om die reden ook geen converteerbare obligaties aan zichzelf uitgeven.)

Artikel 2:95 BW lijkt de uitgifte van aandelen door een NV aan zichzelf wel mogelijk te achten. Dit artikel werd echter afgedwongen door de Tweede Richtlijn. Vóór de totstandkoming van het artikel werd in de literatuur algemeen aanvaard dat de vennootschap bij zichzelf geen aandelen kan plaatsen. Van der Grinten noemt die plaatsing een ‘schizofrene constructie’.⁷⁴ De wet bepaalt in lid 2 van het genoemde artikel dat indien de NV aandelen neemt – hetgeen dus naar mijn mening niet mogelijk is – de aandelen overgaan op de gezamenlijke bestuurders. De ratio van deze bepaling is dat nietigheid van de uitgifte door de NV aan zichzelf het nadeel heeft dat het geplaatste kapitaal en dus de verhaalsmogelijkheid kleiner zijn dan de NV heeft doen voorkomen, door de bij zichzelf geplaatste aandelen als geplaatst op te geven.⁷⁵ Van der Grinten spreekt van een ‘wettelijke conversie’ van de emissie aan de NV in een emissie aan de bestuurders (vergelijk artikel 3:42 BW).⁷⁶ Hij geeft daarmee naar mijn mening te kennen dat de uitgifte van aandelen door een NV aan zichzelf nog altijd niet mogelijk is. Dit betekent ook dat de automatische conversie in nieuwe eigen aandelen niet kan plaatsvinden. Indien de NV niet reageert op de intreding van de conversie, gebeurt er niets. De nakoming van de verplichtingen vanwege de automatische conversie wordt blijvend onmogelijk. Converteerbare obligaties kunnen na het verstrijken van hun looptijd niet meer in het verkeer worden teruggebracht.

Denkbaar is dat de NV haar geplaatste kapitaal na de ‘conversie’ toch verhoogt.⁷⁷ Daarmee doet zij dan een poging aan zichzelf uit te geven. In dat geval treedt de hier-

73 Perrick 1995, p. 11; Perrick 1996, p. 253. In deze zin ook Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 147, laatste alinea.

74 Handboek 1992, nr. 312. De wetgever ziet redenen om het ontstaan van sommige schizofrene situaties toe te staan. Ik wijs op toonderobligaties die na verkrijging door de debitrice niet tenietgaan vanwege vermenging (§ 6:42) en de verkrijging (en het voortbestaan) van eigen aandelen door de NV (zie artikel 2:98 BW).

75 *Kamerstukken II* 1978/1979, 15 304, nr. 3, p. 28.

76 Handboek 1992, nr. 312.

77 Deze situatie is te vergelijken met de door Van der Grinten genoemde uitoefening van een claimrecht dat verbonden is aan door de NV gehouden eigen aandelen. Zie Handboek, nr. 312. Zie ook Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 147, waarin Maeijer stelt dat artikel 2:95 lid 2 BW ook geldt indien een NV een aandeel neemt bij de uitoefening van een door haar gehouden claimrecht.

boven geschetste wettelijke systematiek in werking. Die betekent dat niet aan de NV, maar aan de bestuurders wordt uitgegeven.

6.4.4 *Vergaderrechten verbonden aan ingekochte en voortbestaande toonderobligaties*

Wat te denken van de vergaderrechten die zijn verbonden aan ingekochte toonderobligaties die voortbestaan? Indien daarover niets is overeengekomen, kan de debitrice wel stemmen op haar eigen obligaties. Een wettelijke bepaling als artikel 2:118 lid 7 BW ontbreekt immers. Dat artikel bepaalt (onder meer) dat voor een aandeel dat aan de NV toebehoort, in de avo geen stem kan worden uitgebracht.

Indien daarover niets is overeengekomen, heeft de inkoop een indirecte invloed op de stemverhoudingen in de avo. Ingekochte obligaties tellen dan mee bij de berekening van het uitstaande bedrag, en dus bij de vaststelling van stemverhouding en quorum.

Indien daarover niets is overeengekomen, kan men ingekochte en voortbestaande toonderobligaties ook betrekken in lotingen. Lotingen kunnen onder meer dienen om af te lossen obligaties aan te wijzen (§ 6.2.1).

Indien men niet wenst dat de debitrice de genoemde vergaderrechten uitoefent, worden zij uitgesloten in de obligatievoorwaarden.⁷⁸ Euronext Amsterdam gebiedt in haar Fondsenreglement dat in de trustakte wordt bepaald dat de debitrice en aan haar gerelateerde instellingen, zoals moeder- of dochtervennootschappen, geen stemrecht zullen ontnemen aan obligaties welke haar in eigendom toebehoren en dat deze obligaties bij de berekening van het uitstaande bedrag dan ook niet in aanmerking zullen worden genomen.⁷⁹

Het is de vraag of kan worden aangenomen dat de uitoefening van vergaderrechten door de debitrice *stilzwijgend* is uitgesloten indien dat niet *uitdrukkelijk* is gedaan. Kortmann acht dit verdedigbaar (althans met betrekking tot het stemrecht). Hij wijst erop dat dit van belang is voor niet ter beurze genoteerde of niet onder trustverband uitgegeven converteerbare obligaties.⁸⁰

Het is goed te beseffen dat een gelieerde partij (zoals een huisbankier) obligaties verwerft en daarop stemt op een wijze die de debitrice welgevallig is.⁸¹ Daarnaast kan een trustee het recht zijn toegekend om de avo bij te wonen en daarin het woord te voeren.⁸²

78 Bijvoorbeeld: vw. 15 15 BAM 1997/2004^o; vw. 14 Wolters Kluwer 2001/2006^o

79 Zie het door bijlage XVIII beoogde artikel 4C van bijlage I Fr

80 Kortmann 1993, p. 25.

81 Zie § 6.3.3 voor de verwickelingen omtrent de 4,25% convertibles Fokker 1995/1999

82 Bijvoorbeeld vw. 14 eerste alinea Wolters Kluwer 2001/2006^o

6.5 Automatische conversie

Begripsbepaling – Automatische (of verplichte) conversie vindt van rechtswege plaats door vervulling van een tijdsbepaling en/of voorwaarde. Het is in de eerste plaats goed om te beseffen dat het hier niet gaat om een conversiebeding onder voorwaarde of tijdsbepaling (§ 3.6). In de tweede plaats moet de automatische conversie worden onderscheiden van de daaraan verwante figuur waarbij een conversiegerechtigde op enig moment verplicht raakt zijn conversierecht uit te oefenen. In het laatste geval zou de conversiegerechtigde feitelijk in staat zijn om zijn conversieverplichting niet na te komen. De term ‘verplicht converteerbaar’ is in dit opzicht enigszins verwarrend.

De (eventuele) automatische conversie is een modaliteit die in de praktijk vaak samengaat met een conversierecht van de obligatiehouder. Automatische conversie benadrukt het karakter van uitgesteld kapitaal, dat converteerbare obligaties hebben (§ 3.8.2). De uitgevende instelling kan deze obligaties tot haar garantievermogen rekenen. De obligatiehouder kan gecompenseerd worden, bijvoorbeeld in de vorm van een relatief hoge couponrente, voor het financiële risico dat zijn obligaties automatisch worden geconverteerd in aandelen met een lage marktwaarde. De van een tijdsbepaling afhankelijke automatische conversie kan tevens afhankelijk zijn van de voorwaarde dat de koers van de conversieaandelen een bepaald niveau bereikt.⁸³ Daarmee wordt het genoemde risico beperkt.

Het is mogelijk om de conversieprijs (§ 3.4) van automatisch te converteren convertibles te relateren aan de waarde van de conversieaandelen op het moment van de automatische conversie. Dat is dan neergelegd in een reset-clausule (§ 6.6).⁸⁴

Praktijk – Voor zover valt na te gaan, is de automatische conversie van obligaties in Nederland betrekkelijk zeldzaam.⁸⁵ In 2002 werden in Europa slechts enkele automatisch te converteren obligatieleningen uitgegeven.⁸⁶ De automatische conversie van obligaties zou te onzent aan populariteit kunnen winnen vanwege het uitblijven van de conversie van niet-verplicht converteerbare obligatieleningen. In 2003 kwam

83 Bij de exchangeables Rabo op ABN AMRO 2002/2008[○] en Rabo op Koninklijke Ahold 2002/2008[○] is de conversie aan het einde van de looptijd alleen verplicht indien de beurskoers van de conversieaandelen hoger is dan de conversieprijs. De FRESH Capital Securities Fortfinlux[○] zijn converteerbaar door de houders ervan én worden van rechtswege geconverteerd indien, na een periode van zeven jaar na uitgifte, de koers van de conversieaandelen boven een bepaald niveau komt.

84 McCool 2000, p. 116, over de reset-clausule bij automatische conversie. Een voorbeeld is vw. 7 Deutsche Telekom 2003/2006.

85 Faber 1993, p. 102-103, noemt twee voorbeelden, waarvan de eerste niet verplicht te converteren, maar omgekeerd converteerbaar lijkt te zijn. Ook Bogerd 1989, p. 8, noemt een voorbeeld.

86 T Marshall, ‘Will mandatories catch on in Europe?’, *Euromoney* 2003-1. Zie ook P Elshout, ‘Succes converteerbare lening verontrust toezichhouders’, *FD* 17 maart 2003. Hierboven werden al de convertibles Deutsche Telekom 2003/2006 genoemd. Die obligaties zijn gedurende een conversieperiode ook vrijwillig door de obligatiehouder te converteren.

daardoor een aantal ondernemingen in betalingsproblemen.⁸⁷ Automatische conversie voorkomt dat een debitrice in geld moet aflossen indien conversie door de obligatiehouder uitblijft.⁸⁸ Een soortgelijk resultaat wordt bereikt indien men de debitrice – ondanks het uitblijven van conversie – toch toestaat om in aandelen af te lossen met aanvulling van de conversiewaarde (§ 3.4) in geld tot aan het verschuldigde aflossingsbedrag.⁸⁹

De automatische conversie van onderhandse geldvorderingen komt wellicht vaker voor.⁹⁰ Een specifieke variant daarvan is de *ORiginating Arrangement for New Group Equity* (orange).⁹¹

In de Verenigde Staten bestaat sinds de jaren negentig van de twintigste eeuw een grotere markt voor mandatory convertibles. Daaronder verstaat men automatisch te converteren effecten van uiteenlopende aard (obligaties, aandelen of andere rechten) die meestal met een acroniem worden geduid.

Ter illustratie: aces (*Automatic Common Exchange Securities*); decs (*Debt Exchangeable for Common Stock*); elks (*Equity Linked Securities*); mips (*Monthly Income Preferred Securities*); peps (*Premium Exchangeable Participating Shares*); percs (*Preferred Equity Redemption Cumulative Stock*); prides (*Provisionally Redeemable Income Debt Exchangeable for Stock of Preferred Redeemable Increased Dividend Equity Securities*); sails (*Stock Appreciation Income Linked Securities*); strypes (*STRuctured Yield Products Exchangeable for Stock*); toprs (*Trust Originated Preferred Securities*); traces (*TRust Automatic Common Exchange Securities*); yeelds (*Yield Enhanced Equity Linked Debt Securities*).⁹²

87 J Morris, 'Preaching to the converted', *Euromoney* 2002-8, *FD* 17 augustus 2002, 'Miljardenbetalingen op 'convertibles' dreigen'; *FD* 23 augustus 2002, 'Niet goed, geld terug'.

88 B. Zevenbergen, 'Nieuwtje geeft lucht bij herfinanciering', *FD* 28 februari 2003

89 Vw. 5 d v Kreditanstalt für Wiederaufbau 2003/2008.

90 Van den Ingh 1993, p. 7-8, noemt onderhandse converteerbare leningen die alleen een conversie-verplichting bevatten, behalve in gevallen waarin, kort gezegd, verwatering van de winst dreigt. Volgens het openbaar verslag d d 15 juli 1997 van de curatoren Fokker, verstrekte aandeelhouder DASA via Fokker Holding aan Fokker NV een achtergestelde, (na vijftien jaar) verplicht converteerbare, niet aflosbare renteloze lening ad f 600 mln. Dit geschiedde door omzetting op 2 november 1994 van een deel van de kasgeld-leningen, die eerder in 1994 door DASA aan Fokker NV waren verstrekt.

91 Duinker 1995, p. 69 en 81-82, omschrijft de orange als een achtergestelde lening die vanaf een bepaalde datum in een reeks gelijke (veelal kwartaal)termijnen verplicht wordt omgezet in gewone aandelen, dan wel naar keuze van de emittent in contanten kan worden afgelost. Duinker noemt slechts een beperkt aantal, onderhands uitgegeven oranges. Zie voor andere voorbeelden *FD* 18 januari 1996, 'Schuttersveld leent bij NIB', *FD* 19 december 1996, 'VNU boekt winst op verkoop Roto Smeets De Boer'.

92 Calamos 1998, p. 71-95; Coxe 2000, p. 27-56; Woodson 2002, p. 219 en *Appendix 1*

Het voert te ver de bedoelde effecten hier te beschrijven en te bespreken. Hun vormgeving lijkt voor een belangrijk deel te worden bepaald door uiteenlopende risico/rendement-karakteristieken en door fiscale eigenschappen. Dit onderzoek is echter beperkt tot een bespreking van de civielrechtelijke aard van de vergoeding die wordt bedongen over automatisch te converteren obligaties (§ 3.7), en een bespreking van de aard van automatische conversie en automatisch te converteren obligaties (§ 5.6.4).

6.6 Aanpassing van conversieprijs

6.6.1 Inleiding

In § 3.8.3 is uitgelegd dat de rationele belegger bij beslissingen omtrent converteerbare obligaties in belangrijke mate wordt geleid door de waarde van die obligaties. De waarde van converteerbare obligaties hangt in belangrijke mate af van de waarde van de conversieaandelen, en daarmee van de bedrijfseconomische positie van de conversievennootschap.⁹³ De voorwaarden van convertibles plegen rekening te houden met de wijziging van die positie.

6.6.2 Verlaging conversieprijs door debitrice/conversievennootschap

De voorwaarden van convertibles voorzien vaak in de bevoegdheid van de debitrice/conversievennootschap om, al dan niet in overleg met de trustee, de conversieprijs eenzijdig tijdelijk of blijvend te verlagen.⁹⁴ Daarbij kan worden aangetekend dat de conversiekoers ten minste op de nominale waarde van de conversieaandelen moet worden gesteld. Verlaging van de conversieprijs moet worden gepubliceerd.⁹⁵ De verlaging van de conversieprijs – al dan niet met gelijktijdige vervroegde aflosbaarstelling (§ 6.2.2) – bevordert conversie (§ 3.8.2).⁹⁶ Van de bevoegdheid wordt niet vaak gebruik gemaakt.⁹⁷

Een voorbeeld is Getronics NV, dat op 21 december 2001 tijdelijk de conversieprijsen verlaagde van de converteerbare obligaties Getronics 1999/2004⁹⁸ en Getronics 2000/2005⁹⁹. Daarmee benutte zij haar bevoegdheid ex vwn. 4.11 van beide obligatieleningen. Omdat Getronics niet meer dan 34,8% van het uitstaande nominale bedrag van beide obligatieleningen wilde omwisselen, werden alleen de convertibles geconverteerd die

93 Zie Horsten 2004, p. 37.

94 Vw. 4.3 BAM 1997/2004¹⁰⁰; vw. 4.3 Frans Maas 1991/1996/1999¹⁰¹, vw. 4.3 Fugro 2000/2005¹⁰².

95 Vw. 4.4 BAM 1997/2004¹⁰³; vw. 4.4 Frans Maas 1991/1996/1999¹⁰⁴, vw. 4.4 Fugro 2000/2005¹⁰⁵.

96 Bogaert 1961, p. 56-62 en 90-94.

97 Klaassen 1981, p. 25-26, bepleit een meer ondernemend gebruik van de desbetreffende clause

tegen de hoogste conversieprijs werden aangeboden. De details van de operatie werden bekendgemaakt in een persbericht.⁹⁸ Op latere tijdstippen kocht Getronics delen van de resterende convertibles in (§ 6.4.1) en werd een schuldsanering doorgevoerd (§ 7.5.2).

Baan Company NV bereikte in 2000 met een aantal institutionele beleggers overeenstemming over een (tijdelijke) verlaging van de conversiekoers van US\$ 22 naar US\$ 6,25 per gewoon aandeel. De overige houders van de desbetreffende converteerbare obligaties werden gedurende 61 dagen in staat gesteld om te converteren onder dezelfde voorwaarden.⁹⁹

6.6.3 Reset-clausule

Een *reset*-clausule voorziet in de automatische aanpassing van de conversieprijs van convertibles. Die aanpassing is gerelateerd aan de marktwaarde van de conversieaandelen.¹⁰⁰ De clausule is te onzent niet gebruikelijk, maar komt vaker voor in de Aziatische (vooral de Japanse) en Amerikaanse markt.¹⁰¹

Meest gebruikelijk is dat de clausule een lagere conversieprijs bewerkstelligt – en daarmee een hogere conversieverhouding – indien de waarde van de conversieaandelen zakt beneden een bepaald niveau. Dit mechanisme bevordert conversie van het standaardtype convertibles. Men voorkomt dat daaraan een te hoge conversieprijs in de weg staat. Bij automatisch te converteren convertibles (§ 6.5) strekt de neerwaartse aanpassing van de conversieprijs tot bescherming van de obligatiehouder tegen een voor hem (al te) ongunstige conversie. De neerwaartse aanpassing van de conversieprijs is meestal begrensd.

Het is ook mogelijk, maar minder gebruikelijk, dat de reset-clausule betekent dat de conversieprijs wordt verhoogd – daarmee wordt de conversieverhouding verlaagd – indien de waarde van de conversieaandelen boven een bepaald niveau stijgt. Ook dit mechanisme bevordert conversie van het standaardtype convertibles. Een dreigende verhoging van de conversieprijs kan de houder van een convertible in the money, motiveren om te converteren. De opwaartse aanpassing van de conversieprijs

98 Getronics persbericht 11 december 2001. *Getronics kondigt initiatief aan ter versterking van financiële positie*[○] Zie ook Getronics persbericht 21 december 2001 *Getronics successfully completes partial conversion of its two outstanding convertible bonds*[○], Bartjens, ‘Wisseltruc’, *FD* 12 december 2001; *FD* 22 december 2001, ‘Eenmaal, andermaal’

99 Verslag van Baan Company NV over de periode eindigend op 31 augustus 2000, p. 22; *FD* 7 maart 2000, ‘Eigen vermogen van Baan versterkt’; B Zevenbergen, ‘Kralen ruilen voor knopen bij Baan’, *FD* 11 mei 2000.

100 Een variant is de variabele conversieprijs van zogenoemde *pre-IPO* (*Initial Public Offering*) *convertibles*. Deze convertibles zijn converteerbaar in aandelen die op het moment van uitgifte van de convertibles nog publiekelijk moeten worden geplaatst (via een IPO). Indien de IPO wordt uitgesteld, daalt de conversieprijs ten opzichte van de IPO-prijs.

101 Over reset-clausules, de volgende Anglo-Amerikaanse literatuur: Calamos 1998, p. 41-42, McCoole 2000, p. 115-116, Nelken 2000, p. 133; Woodson 2002, p. 15. Zie Espinosa 2000, p. 315-316, over de Spaanse praktijk om variabele conversieprijsen (en -verhoudingen) te hanteren

van automatisch te converteren convertibles beschermt de debitrice/conversievennootschap tegen een voor haar (al te) ongunstige conversie.

6.6.4 *Verlaging van conversieprijs krachtens anti-verwateringsclausule*

Ratio anti-verwateringsclausules – Het kan gebeuren dat de conversievennootschap na uitgifte van converteerbare obligaties een bepaalde handeling verricht, die de waarde aantast van de conversieaandelen. Die aantasting leidt tot aantasting van het conversierecht. Om dat waardeverlies te compenseren, neemt men sinds de Tweede Wereldoorlog een anti-verwateringsclausule op in de obligatievoorwaarden. Deze clausule biedt compensatie voor de afname van de intrinsieke waarde van de conversieaandelen door verlaging van de conversieprijs overeenkomstig een bepaalde formule.¹⁰² Het is overigens goed om te beseffen dat houders van converteerbare obligaties ook bescherming kunnen genieten door de toekenning van voorkeursrechten (§ 4.4) en bij een aantal in hoofdstuk 7 genoemde gebeurtenissen bij en handelingen door de uitgevende instelling. Verder valt te wijzen op de vennootschapsrechtelijke (§ 5.3.4) en de verbintenissenrechtelijke redelijkheid en billijkheid die de conversievennootschap in acht dient te nemen jegens houders van obligaties die converteerbaar zijn in haar nieuwe aandelen.

Geen wettelijke regeling – Contractuele bescherming van de houders van converteerbare obligaties tegen de in deze paragraaf te bespreken gebeurtenissen is geboden, omdat de Nederlandse wet daarin niet voorziet (anders dan krachtens algemeen verbintenissenrechtelijke bepalingen). In bepaalde andere Europese rechtsstelsels is benadeling van de houders van converteerbare obligaties verboden en/of gelijke behandeling van die obligatiehouders en aandeelhouders voorgeschreven. Dit kan tot uitdrukking komen in wettelijke voorschriften die verwatering tegengaan.¹⁰³

Ontwikkeling anti-verwateringsclausules – Anti-verwateringsclausules hebben een ontwikkeling doorgemaakt. In de eerste plaats hanteert men tegenwoordig meer gedetailleerde bedrijfseconomische formules dan vroeger om de conversieprijs aan te

102 Over anti-verwateringsclausules van convertibles en exchangeables ook Dunton en Parker 2001, p. 289-290

103 Wood 1995, p. 9-16, noemt *US case law* die erop wijst dat houders van converteerbare obligaties zonder anti-verwateringsclausule niet tegen verwatering worden beschermd door de rechter. Ook in Zweden en Denemarken volgt de status en bescherming van de houders van converteerbare obligaties niet uit wettelijke bepalingen, maar uit de voorwaarden van converteerbare obligaties. Zie Skog 2000, p. 254-256 en 263, maar ook p. 262 over voorgestelde wijzigingen van de Zweedse wet. Zie verder voor Belgisch recht: Benoît-Moury en Croes 2000, p. 47-48. Voor Italiaans recht: Campobasso 2000, p. 143-145. Voor Oostenrijks recht: Nowotny 2000, p. 179-182. Voor Portugees recht: Antunes 2000, p. 235-236. Voor Zwitserse recht: Köndgen en Daeniker 2000, p. 295. Voor Spaans recht: Espinosa 2000, p. 322-323.

passen.¹⁰⁴ De bespreking en beoordeling van die formules vallen buiten het bestek van dit onderzoek.¹⁰⁵ In de tweede plaats werd de conversieprijs vroeger in een beperkter aantal gevallen aangepast. Men noemde meestal alleen de uitgifte van aandelen met recht van voorkeur van de zittende aandeelhouders en de uitgifte van bonusaandelen en stockdividenden.¹⁰⁶

Handelingen die tot aanpassing conversieprijs leiden – Heden ten dage geeft men uitgebreidere omschrijvingen van de handelingen die tot aanpassing van de conversieprijs moeten leiden.¹⁰⁷ Ik noem enkele voorbeelden van dergelijke handelingen.¹⁰⁸

- Uitgifte of verkoop van aandelen tegen betaling van minder dan de marktwaarde op het moment van uitgifte, of een bepaald percentage daarvan (men hanteert vaak een drempel van 95%).
- Uitgifte van aandelen met omzetting van eigen vermogen (§ 2.6).
- Aanpassing van de nominale waarde van aandelen door hun splitsing of samenvoeging.
- Verlening van (voorkeurs)rechten op aandelen aan zittende aandeelhouders.
- Verlening van rechten op aandelen tegen betaling van minder dan de marktwaarde van de aandelen op het moment van uitgifte, of een bepaald percentage daarvan.
- Verlening van rechten op vermogensbestanddelen aan aandeelhouders, welke rechten tegen een niet-marktconforme prijs kunnen worden uitgeoefend.
- Kapitaaldistributie aan zittende aandeelhouders.
- Verlening van voorkeursrechten op andere effecten dan aandelen.

Uitgifte aandelen tegen niet-marktconforme voorwaarden – Voor een beter begrip van handelingen die de waarde van de conversieaandelen aantasten, besteed ik enige woorden aan de waardevermindering van aandelen door de uitgifte van nieuwe aandelen.

De uitgifte van aandelen betekent dat de totale aanspraak van de verschaffers van het geplaatste kapitaal op de winst en het liquidatiesaldo van de NV over een groter

104 Bijvoorbeeld vw. 4.b 2 Draka 2002/2007. Kennelijke misslagen in de bedoelde formules komen voor, zie rectificaties d.d. 26 juli 2002^o van trustakten VNU 1999/2004^o en VNU 2001/2006^o

105 Voor een korte weergave van de bedoelde formule bijvoorbeeld Bogerd 1989, p. 15-16.

106 Bijvoorbeeld Diepenhorst 1955, p. 293, dezelfde 1959, p. 357; Van Klinken 1975, hoofdstuk 3, De Smalen 1975, p. 157. Zie echter ook recentere voorbeelden van *relatief* beknopte anti-verwateringsclausules. vw. 5 12 ASML 1998/2005^o; vw. 4.2 1 AMEV 1998/2005^o.

107 Vw 4.2 Ballast Nedam 1997/2002^o; vw. 4.b 1 Draka 2002/2007, vw. 4.2 Getronics 2000/2005^o, vw. 4.b 1 Wolters Kluwer 2001/2006^o.

108 Zie ook Horsten 2004, over de aanpassing van de conversieprijs naar aanleiding van: aandelensplitsing, uitgifte van bonusaandelen, claimemissie, andere emissies van aandelen, converteerbare obligaties of warrants/opties op aandelen, en uitkering van dividend en bijzondere uitkeringen.

aantal aandelen wordt verdeeld. Er is dan sprake van verwatering van het belang per aandeel in het geplaatste kapitaal.¹⁰⁹

Deze verwatering in ruime zin moet men onderscheiden van verwatering in enge zin. Daarvan is slechts sprake indien de uitgifte leidt tot een afname van de intrinsieke waarde van de aandelen. Van een afname van de intrinsieke waarde is in beginsel geen sprake indien het vermogen van de NV (ten minste) evenredig toeneemt door een marktconforme inbreng op nieuwe aandelen. (Eventueel te plaatsen bedrijfseconomische kanttekeningen vallen buiten het bestek van dit onderzoek.) Onder marktconforme inbreng versta ik de betaling van een waarde die gelijk is aan de marktwaarde van de bestaande aandelen op het moment van uitgifte van nieuwe aandelen. Overigens kan de uitgifte van aandelen tegen een marktconforme inbreng wel aanleiding geven tot daling van de beurskoers van de desbetreffende aandelen. Die daling is dan echter niet terug te voeren op een daling van de waarde van het belang van de zittende aandeelhouders. Zij is wellicht te verklaren door een afname van de relatieve zeggenschap per aandeel.

Doorgaans leidt alleen de uitgifte tegen een minder-dan-marktconforme inbreng tot aanpassing van de conversieprijs. Bij een claim-emissie (een uitgifte met erkenning van voorkeursrechten) wordt vaak niet-marktconform ingebracht. Het staat op voorhand niet vast dat een claim-emissie leidt tot verwatering van het belang per aandeelhouder. Indien de aandeelhouders gebruik maken van hun voorkeursrechten neemt ieders belang immers evenredig toe. De uitgifte van bonusaandelen en agio-bonussen is niet marktconform, indien geen passende tegenprestatie wordt geleverd. Stockdividenden zijn niet marktconform indien zij zijn te kwalificeren als kapitaal-distributie (zie hieronder in deze paragraaf).

Uitgifte preferente aandelen – Zoals gezegd, tast een marktconforme uitgifte de waarde van de conversieaandelen in beginsel niet aan. Een uitzondering daarop vormt de uitgifte van preferente aandelen. De daaraan verbonden dividend aanspraken gaan in rang boven die welke zijn verbonden aan gewone (conversie)aandelen. De uitgifte van preferente aandelen leidt dus ook tot de bedoelde waardevermindering.

Verlening van voorkeursrechten aan aandeelhouders – De verlening van voorkeursrechten op aandelen en andere effecten, zoals zuivere obligaties, tast de marktwaarde van de conversieaandelen niet aan indien de effecten worden uitgegeven tegen een marktconforme prijs. De gedachte is echter dat de obligatiehouders gecompenseerd moeten worden voor een voordeel dat de aandeelhouders wel en de obligatiehouders niet genieten.¹¹⁰ Overigens kan de toekenning van voorkeursrechten op aandelen aan

109 Omdat de zittende aandeelhouders in beginsel tot uitgifte bevoegd zijn (artikel 2.96 lid 1 BW), worden zij tot op zekere hoogte beschermd tegen ongewenste verwatering. Bovendien hebben zij in beginsel een wettelijk voorkeursrecht op nieuwe aandelen (artikel 2:96a lid 1 BW).

110 Wood 1995, § 9-14 en 9-15

houders van converteerbare obligaties een alternatief zijn voor de aanpassing van de conversieprijs krachtens de anti-verwateringsclausule (§ 4.4.1).

Wijziging statuten of administratievoorwaarden – De houders van in aandelen converteerbare obligaties zullen in beginsel moeten dulden dat de statuten van de conversievennootschap gewijzigd worden. Artikel 2:122 BW biedt de obligatiehouders daartegen geen bescherming. Hun rechten zijn immers niet verleend bij statutaire bepaling. De bedoelde wijziging hoeft op zichzelf niet te leiden tot aantasting van de waarde van de conversieaandelen. Niettemin noemt Wood het covenant, waarin de conversievennootschap zich verplicht de rechten verbonden aan bestaande aandelen, niet aan te passen (en geen preferent kapitaal te plaatsen).¹¹¹

De houder van converteerbare obligaties kan zich in beginsel ook niet onttrekken aan rechtsgeldige wijzigingen van de administratievoorwaarden van de certificaten van aandelen, waarin obligaties geconverteerd kunnen worden. Niettemin kunnen de obligatievoorwaarden de obligatiehouder op voorhand binden aan eventuele wijzigingen.¹¹²

Kapitaaldistributie – Van de genoemde handelingen is kapitaaldistributie (*capital distribution*) de meest complexe aangelegenheid. De vraag of een bepaalde handeling als kapitaaldistributie valt aan te merken, hangt af van de definitie. Het gaat kort gezegd om substantiële uitkeringen aan zittende aandeelhouders in geld, aandelen of andere vermogensbestanddelen. Het gaat niet om normale dividenden. Men hanteert soms drempelwaarden, bijvoorbeeld in de zin dat uitkeringen boven een bepaald percentage van de marktkapitalisatie van de desbetreffende NV worden aangemerkt als kapitaaldistributie.¹¹³ De gedachte is dat de houders van converteerbare obligaties dienen te worden gecompenseerd voor buitengewone onttrekkingen aan het vermogen van de conversievennootschap. Zou dat niet het geval zijn, dan zou een kapitaaldistributie de conversie kunnen bevorderen van convertibles die in the money zijn.¹¹⁴

Change of control – Het is denkbaar dat de conversieprijs wordt aangepast naar aanleiding van een wijziging in de zeggenschap over de conversievennootschap, bijvoorbeeld na een geslaagd bod.¹¹⁵ Deze gebeurtenis hoeft op zichzelf niet te leiden tot verwatering. De wijziging in zeggenschap over een conversievennootschap wordt

111 Wood 1995, § 9-22 (b)

112 In vw 4 12 Fugro 2000/2005[○] stemt de trustee namens de obligatiehouders in met toekomstige wijzigingen van de administratievoorwaarden. Ik betwijfel overigens de juridische portee van de instemming door de trustee namens de obligatiehouders. Zie § 4.6.3 over de totstandkoming van de obligatielening onder trustverband.

113 Bijvoorbeeld de definities van 'Capital Distribution' in: vw 24 Ballast Nedam 1997/2002[○], vw. 17 Draka 2002/2007 en vw. 24 Getronics 2000/2005[○]

114 Wit 1996, p 9

115 Vw. 4.22 Getronics 2000/2005[○].

meestal gekwalificeerd als een change of control, naar aanleiding waarvan een obligatie opeisbaar kan worden (§ 6.3.3).

Andere reacties op verwatering – Men hoeft zich bij bepaalde handelingen niet te beperken tot aanpassing van de conversieprijs. Te denken valt aan situaties waarin men aandelen in een andere vennootschap dan de conversievennootschap verstrekt aan zittende aandeelhouders, of de bestaande aandelen in de conversievennootschap splitst in twee of meer soorten nieuwe aandelen. Het is denkbaar dat de voorwaarden in die gevallen toestaan dat de debitrice/conversievennootschap kiest tussen de aanpassing van de conversieprijs, de toekenning van de bedoelde aandelen aan de houders van converteerbare obligaties, en een vergoeding in geld ter grootte van de waarde van de bedoelde aandelen.¹¹⁶

Het is ook denkbaar dat de handelingen die moeten leiden tot aanpassing van de conversieprijs, geheel of gedeeltelijk samenvallen met de gebeurtenissen die worden genoemd in een overnameclausule (§ 7.4).

Reverse exchangeables – Bij obligaties die converteerbaar zijn in bestaande aandelen van een derde-conversievennootschap, zoals reverse exchangeables, is men vaak meer summier in de redactie van anti-verwateringsclausules. Men volstaat meestal met een beperktere opsomming van de gebeurtenissen die tot aanpassing moeten leiden. Bovendien wordt de aanpassing overgelaten aan de discretie van de debitrice, in haar hoedanigheid van *calculation agent*.¹¹⁷

6.7 Conversieverklaring (kwitantie)

Obligatievoorwaarden – Bij kwitantie verschaft de schuldeiser aan de schuldenaar een schriftelijk bewijs waaruit blijkt dat hun verbintenis geheel of gedeeltelijk teniet is gegaan. Voor conversie is doorgaans enigerlei kwitantie vereist.¹¹⁸ Vaak is de conversie afhankelijk van een schriftelijke verklaring van de obligatiehouder.¹¹⁹ Daarnaast dienen te converteren toonderobligaties meestal met rentecoupons ter conversie te worden afgegeven. Indien de stukken in een Wge-depot zijn opgenomen, kan de bedoelde afgifte bestaan in een overboeking naar de effectenrekening van een betaal-

¹¹⁶ Vw 4 b 1.1 Draka 2002/2007.

¹¹⁷ Bijvoorbeeld. vw. 6.a Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004^o; vw. 6 a Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme III^o

¹¹⁸ Bijvoorbeeld vw. 4.17 Ballast Nedam 1997/2002^o; vw. 4.7 BAM 1997/2004^o, vw. 4.c Draka 2002/2007; vw. 4.7 Fugro 2000/2005^o; vw. 4.1 Getronics 2000/2005^o, vw. 4.c Wolters Kluwer 2001/2006^o

¹¹⁹ Perrick 1992, p. 124, beveelt aan om, ter voorkoming van praktische problemen, in de trustakte te bepalen dat de obligatiehouder de trustee onherroepelijk machtigt namens hem de conversieverklaring (Perrick spreekt van een verrekeningsverklaring) te tekenen

kantoor. Indien de obligaties zijn verbonden aan een verzamelbewijs, moeten de te converteren obligaties daarvan worden afgeschreven. Hoewel de beschreven handelingen erop wijzen dat de obligaties worden geleverd, is van overdracht over het algemeen geen sprake.

Kwitantie in Boek 6 BW – Boek 6 BW bevat een aantal bepalingen met betrekking tot kwitantie.

Het ontwerp-artikel 6 1.10.19 (het huidige artikel 6:141 BW) verplichtte tot het afgeven van een kwitantie en het afgeven van een ter zake van een schuld afgegeven bewijsstuk indien een verbintenis *door een rechtshandeling of door verrekening geheel of gedeeltelijk tenietgaat*.¹²⁰ Later werd afgezien van een algemene bepaling en werd de wettelijke regeling toegespitst op het tenietgaan van vorderingen door *voldoening, verrekening en afstand* (zie hieronder). In de parlementaire geschiedenis wordt echter opgemerkt dat voor het tenietgaan van een verbintenis door *andere rechtshandelingen* geen uitdrukkelijke bepaling wenselijk is geacht. Voor zover echter een verplichting als de onderhavige ook in die gevallen in overeenstemming met de redelijkheid en billijkheid mocht zijn, kan zij worden gegrond op de artikelen 6:2 of 248 BW.¹²¹

Artikel 6:48 lid 1 BW verplicht de schuldeiser voor iedere *voldoening* een kwitantie af te geven, tenzij uit overeenkomst, gewoonte of billijkheid anders voortvloeit. Lid 2 bepaalt dat indien de schuldeiser een ter zake van de schuld afgegeven bewijsstuk heeft, de schuldenaar bij voldoening de afgifte van dat bewijsstuk kan vorderen. Dit tenzij de schuldeiser een redelijk belang heeft bij het behoud van het stuk en daarop de nodige aantekening tot bewijs van de bevrijding van de schuldenaar stelt. Lid 3 geeft de schuldenaar de bevoegdheid om de nakoming van zijn verbintenis op te schorten indien de schuldeiser niet voldoet aan het voorschrift van het eerste lid.

Artikel 6:49 BW is gericht op de voldoening van een vordering aan toonder of order. Lid 1 stelt dat de schuldeiser kan eisen dat de kwijting daarvan op het papier wordt gesteld en dat hem het papier wordt afgegeven. Lid 2 bepaalt dat indien de voldoening niet de gehele vordering betreft of indien de schuldeiser het papier nog voor de uitoefening van andere rechten nodig heeft, hij het papier kan behouden, mits hij naast de kwijting die op het papier is gesteld, een afzonderlijke kwijting afgeeft. Lid 3 staat de schuldeiser toe om, ongeacht of geheel of gedeeltelijk wordt voldaan, te volstaan met de enkele afgifte van een kwijting, mits hij op verlangen van de wederpartij aantoonst dat het papier is vernietigd of waardeloos is geworden, of zekerheid stelt voor twintig jaren of een zoveel kortere tijdsduur als verwacht mag worden dat de wederpartij nog aan een vordering uit hoofde van dat papier bloot zal kunnen staan. Lid 4 geeft de schuldenaar ook hier de bevoegdheid om de nakoming van zijn verbintenis op te schorten indien de schuldeiser niet voldoet aan de leden 1-3.

120 Tekst Meijers Boek 6, p. 221.

121 Parl. Gesch. Boek 6, p. 523.

Voor het tenietgaan van een verbintenis, meer in het bijzonder een vordering aan toonder of order, door *verrekening* bevat de wet bijzondere bepalingen. Artikel 6:128 lid 1 BW bevat een plicht tot afgifte van een verrekende vordering aan toonder of aan order; artikel 6:141 BW verklaart de leden 1 en 2 van artikel 6:48 BW van overeenkomstige toepassing.

Voor het tenietgaan van een verbintenis door *afstand* van een vorderingsrecht zijn de bedoelde voorschriften eveneens in een bijzondere bepaling opgenomen. Artikel 6:160 lid 3 BW verklaart de artikelen 6:48 leden 1 en 2 en 49 leden 1, 2 en 3 BW van overeenkomstige toepassing.

De wettelijke kwitantiebepalingen zijn in beginsel toepasselijk bij de conversie van obligaties. Gezien de ruime wettelijke systematiek (zie de tekst in kleine letters), doet in dit verband niet ter zake op welke wijze een geconverteerde obligatie tenietgaat. Niettemin is de praktische betekenis van de bedoelde wetbepalingen betrekkelijk, omdat de voorwaarden van converteerbare obligaties de kwitantie doorgaans uitdrukkelijk regelen.

6.8 Samenloop van rente- en dividendaanspraken

Bij convertibles vermijdt men doorgaans de samenloop van rente- en dividendverplichtingen over de periode vanaf de laatste rentebetaling tot aan de conversie. Met dat doel wordt de aanspraak beperkt van de convertiblehouder op de renteaccretie (§ 3.7). De desbetreffende clausules komen erop neer dat de convertiblehouder geen recht op rente heeft over een bepaald gedeelte van de lopende rentetermijn vóór het tijdstip van conversie.

Verschillende formuleringen worden gebruikt. Men stelt wel dat indien conversie plaatsvindt, de desbetreffende convertibles geen rente dragen vanaf het einde van de aan de conversiedatum voorafgaande rentetermijn.¹²² Men kan ook bepalen dat de obligatiehouder geen renteaanspraak heeft met betrekking tot een periode waarover hij recht op dividend heeft. In het geval dat over de laatstgenoemde periode rente is uitgekeerd, moet deze worden terugbetaald.¹²³ Een derde formulering is dat bij conversie verrekening van de lopende rente plaatsvindt, op zodanige wijze dat over een periode waarover recht op dividend bestaat, geen rente genoten zal kunnen worden.¹²⁴ De laatstbedoelde clausule begrijp ik zó dat indien tijdens de lopende rentetermijn een lopend dividendjaar is begonnen, alleen daarvóór rente is verschuldigd

Perrick maakt een opmerking die hier relevant is, althans voor zover conversie gepaard zou gaan met verrekening van de obligatie met een inbrengverbintenis (zie daar-

¹²² Vw. 2.b ii Numico 1999/2004^o; vw. 3 b Wolters Kluwer 2001/2006^o

¹²³ Vw. 4.8 BAM 1997/2004^o

¹²⁴ Vw. 4.8 Frans Maas 1991/1996/1999^o.

over § 5.6.2). Verrekening werkt terug tot het tijdstip waarop de bevoegdheid tot verrekening is ontstaan, artikel 6:129 lid 1 BW. Lid 2 van het genoemde artikel bepaalt niet-temin dat indien reeds opeisbare rente is betaald, de verrekening niet verder terugwerkt dan tot het einde van de laatste termijn waarover rente is voldaan. Perrick meent dat in de trustakte een van lid 1 van het genoemde artikel afwijkende regeling moet worden opgenomen. Volgens hem zou anders geen rente verschuldigd zijn vanaf het einde van de laatste termijn waarover rente aan de obligatienemer is voldaan.¹²⁵ De vrees van Perrick lijkt mij ongegrond. Een eventuele bevoegdheid tot verrekening ontstaat immers pas bij en door conversie. Het is namelijk pas bij de inwerkingtreding van de conversie dat een vordering tot inbreng ontstaat die met de obligatie zou worden verrekend.

Het bedoelde beding is berucht onder beleggers als de zogenoemde *screw-clausule*, althans voor zover deze wordt gecombineerd met een aantal andere modaliteiten. Het gaat dan om de samenvaal van een rentedatum met de eerste datum waarop de obligaties vervroegd kunnen worden afgelost en het tijdelijke verval van het conversierecht van de convertiblehouder enige weken daarvóór (§ 6.2.2). Indien de debitrice de convertibles vervroegd aflosbaar stelt en de conversiewaarde groter is dan het bedrag dat zal worden afgelost, zullen convertiblehouders kiezen voor conversie in plaats van aflossing. Zij verliezen daarmee echter hun aanspraak op (een deel van) de lopende rentetermijn.¹²⁶

In § 6.2.2 is besproken hoe de obligatiehouder kan worden beschermd tegen vervroegde aflossing door de debitrice (*call-protection*). Afgezien van die bescherming – denk bijvoorbeeld aan de mogelijkheid om de vervroegde aflosbaarheid (en het verval van het conversierecht) vast te stellen op een tijdstip kort na een rentedatum – kan men op andere manieren vermijden dat de obligatiehouder op de hierboven geschetste wijze in de verdrukking komt. Dat is in de eerste plaats mogelijk door de converterende obligatiehouder toch recht te geven op de renteaccretie. Daarbij kan men dat recht beperken tot situaties waarin conversie wordt afgedwongen door vervroegde aflosbaarstelling door de debitrice.¹²⁷ Een tweede mogelijkheid is om het conversierecht niet enige tijd voor de aangekondigde rentedatum/aflossingsdatum te laten vervallen, maar de obligatiehouder in staat te stellen om op die datum te converteren.¹²⁸

Verder kan worden bepaald dat te verschaffen conversieaandelen geen recht geven op: dividenden in contanten over de boekjaren die vóór de conversie zijn verstreken;

125 Perrick 1992, p. 125, en dezelfde 1995, p. 12-13.

126 Calamos 1998, p. 58, Coxe 2000, p. 23. Woodson 2002, p. 19, spreekt van een *double screw* indien de obligatiehouder niet alleen zijn aanspraak op de accretie verliest, maar ook tot het volgende fiscale jaar moet wachten op de betaling van dividend.

127 Bijvoorbeeld: vv. 4 f Draka 2002/2007, vv. 4.f Wolters Kluwer 2001/2006^o.

128 Artikel 492 van het Belgische Wetboek van Vennootschappen bepaalt dat indien de vennootschap besluit de lening, zelfs gedeeltelijk, vervroegd terug te betalen, de houders van converteerbare obligaties hun conversierecht kunnen uitoefenen gedurende ten minste een maand voor de datum van de terugbetaling. Zie Benoît-Moury en Croes 2000, p. 49.

op bonusaandelen of stockdividend die vóór conversie zijn aangekondigd; en op voorkeursrechten op aandelen (of andere effecten) die vóór conversie zijn aangekondigd.¹²⁹

6.9 Functie trustee bij conversie

6.9.1 Inleiding

Beursgenoteerde convertibles worden meestal, reverse exchangeables worden nooit onder trustverband uitgegeven.

Dat is af te leiden uit in de Effectengids 2001/2002 opgenomen fondscategorie 'Banken, bedrijfsleven en diversen'. Het grootste deel van de daarin genoemde convertibles is onder trustverband uitgegeven. Van de in de Effectengids genoemde zuivere obligaties is overigens de ene helft wel en de andere helft niet onder trustverband uitgegeven. Van de in de Effectengids opgenomen fondscategorie 'Reverse exchangeable securities' genoemde effecten, is er geen enkele onder trustverband uitgegeven. Het voorgaande geldt ook voor de convertibles en de reverse exchangeables die worden genoemd in de achterin dit proefschrift opgenomen lijst van verkort aangehaalde prospectussen.

Alle door Faber onderzochte converteerbare obligaties zijn onder trustverband uitgegeven.¹³⁰

In de achterin dit proefschrift opgenomen lijst van verkort aangehaalde prospectussen is aangegeven welke van de daarin genoemde voorbeelden van convertibles zijn uitgegeven onder trustverband.

Volgens Graaf is het staande praktijk om converteerbare eurobonds onder trustverband uit te geven.¹³¹

Er bestaat in Nederland geen verplichting om zuivere of converteerbare obligatieleningen onder trustverband uit te geven. Ook bij beursemissies is het trustverband facultatief, zij het dat er specifieke regels gelden indien men een trustverband instelt.¹³²

Voor het instellen van een trustverband over converteerbare obligaties gelden voor een belangrijk deel dezelfde motieven als voor het instellen daarvan over zuivere

129 Vw. 4.9 BAM 1997/2004^o; vw. 4.9 Frans Maas 1991/1996/1999^o

130 Faber 1993, p. 91

131 Graaf 1991, p. 117. Meestal zijn eurobonds in euro's luidende obligaties die worden uitgegeven via een overgenomen emissie waarbij een internationaal bankensyndicaat optreedt, aan beleggers van verschillende nationaliteiten. Vergelijk de in § 5.4.3 genoemde eurodollar convertibles. Op eurobonds is meestal Engels recht of recht van de Amerikaanse staat New York toepasselijk.

132 Artikel 22 lid 3 Fr, Bijlage I Fr (voorschriften met betrekking tot de inhoud van trustakten) en Bijlage XVIII Fr (voorschriften die de onafhankelijkheid van de trustee ten opzichte van de debiteur moeten waarborgen).

obligaties.¹³³ De frequentere toepassing van het trustverband bij convertibles lijkt deels te kunnen worden toegeschreven aan de rol van de trustee bij de eventuele conversie van obligaties in nieuwe aandelen. Met de deponering van bewijzen bij de trustee en met de machtiging van de trustee tot uitgifte van conversieaandelen beoogt men zeker te stellen dat de conversievennootschap aan haar conversieverplichtingen zal (kunnen) voldoen. De desbetreffende obligatievoorwaarden beginnen vaak met de woorden: *'To ensure fulfilment of the Issuer's obligation to issue Ordinary Shares [...]'*.

Van het trustverband moet de zogenoemde *fiscal agency* worden onderscheiden, waarbij krachtens een *agency agreement* één of meer *fiscal agents* optreden. Een fiscal agent treedt op voor de uitgevende instelling en heeft een louter administratieve taak.¹³⁴

In § 1.7 wordt ingegaan op een aantal algemeen vermogensrechtelijke aspecten die met het trustverband samenhangen.

6.9.2 Deponering aandeelbewijzen en machtiging tot uitgifte conversieaandelen

Deponering aandeelbewijzen – Het is gebruikelijk om bewijzen van toekomstige conversieaandelen bij de trustee te deponeren.¹³⁵ Indien de conversieaandelen aan toonder (zullen) luiden, pleegt de conversievennootschap de voor de conversie benodigde stukken reeds te drukken en bij de trustee in bewaring geven.¹³⁶ Het te deponeren aandeelbewijs is soms een verzamelbewijs.¹³⁷

Ter zake van conversieaandelen die op naam zullen luiden, kan de conversievennootschap bewijzen van inschrijving in het aandeelhoudersregister verstrekken aan de trustee.¹³⁸ Indien obligaties converteerbaar zijn in certificaten van aandelen, zullen de aandeelbewijzen op naam van het AK luiden.¹³⁹ Het lijkt logisch om dan ook de certificaatbewijzen te deponeren.¹⁴⁰ Conversieaandelen kunnen ook op naam luiden indien is bedoeld dat zij in het Wge-systeem worden opgenomen. In dat geval dienen de bewijzen van inschrijving te luiden op naam van Necigef of op naam van een aangesloten instelling.

133 Over die motieven Rongen 1999, p. 307-313.

134 Graaf 1991, p. 127-128; Horsten 2002/2, p. 57-58. Bijvoorbeeld: Fortis Nederland 1999/2004^o en Numico 2000/2005^o, die blijkens vw. 1 a, resp. vw. 1.1 worden beheerst door een *agency-agreement*.

135 Perrick 1992, p. 122; Van den Ingh 1993, p. 7; Kortmann 1993, p. 28-29, Faber 1993, p. 133.

136 Bijvoorbeeld vw. 4.19 Getronics 2000/2005^o.

137 Bijvoorbeeld vw. 7 VNU 2001/2006^o.

138 Bijvoorbeeld vw. 4.11 BAM 1997/2004^o.

139 Bijvoorbeeld: vw. 4.23 Ballast Nedam 1997/2002^o, vw. 4.11 Fugro 2000/2005^o.

140 Krachtens vw. 9 Wolters Kluwer 2001-2006^o deponeert de conversievennootschap de certificaatbewijzen, hoewel de conversiecertificaten door het AK (zullen) worden uitgegeven (vw. 4.a).

Betrekkelijke betekenis deponering – De deponering van de aandeel- en certificaatbewijzen en de rol van de trustee als hoeder daarvan, hebben op zichzelf weinig juridische betekenis. Aan deze bewijzen zijn namelijk voor conversie en uitgifte geen rechten van aandeel en certificaat verbonden. De deponering heeft niet tot gevolg dat de desbetreffende aandelen en certificaten ontstaan; de depotbepaling meldt dat meestal uitdrukkelijk.¹⁴¹ Daaruit valt geen uitgifteovereenkomst tussen conversievennootschap en trustee af te leiden. Bewijzen van inschrijving in het aandeelhoudersregister hebben ook geringe betekenis. Vóór conversie en uitgifte is van inschrijving van bestaande aandelen geen sprake.

Uit het voorgaande volgt dat deponering weinig zekerheid biedt dat de conversieaandelen bij conversie zullen (kunnen) worden uitgegeven. Aan die zekerheid wordt eerder bijgedragen door de reservering van het voor conversie bestemde maatschappelijk kapitaal, zie de §§ 4.5.3 en 4.5.4.

Machtiging trustee tot uitgifte conversieaandelen – Meestal krijgt de trustee een onherroepelijke machtiging van de conversievennootschap om de conversieaandelen bij conversie namens de vennootschap aan de obligatiehouders uit te geven.¹⁴² Indien het gaat om conversie in certificaten van aandelen, strekt de machtiging tot uitgifte van aandelen aan het AK. In dat geval lijkt het logisch dat daarnaast het AK de trustee machtigt om certificaten uit te geven.¹⁴³

De uitoefening van de bevoegdheid zal alleen tot uitgifte leiden, indien de benodigde vennootschappelijke besluitvorming heeft plaatsgevonden. De bevoegdheid tot het nemen van een uitgiftebesluit kan uitsluitend worden gedelegeerd aan een vennootschapsorgaan (§ 2.3.2). Wel kan de bevoegdheid om de conversievennootschap ter zake van de uitgifte te vertegenwoordigen (§ 2.3.3) krachtens volmacht worden toegekend aan de trustee, zie artikel 2:130 lid 4 BW.¹⁴⁴

Betrekkelijke betekenis machtiging – Ook de betekenis van de machtiging van de trustee tot uitgifte van conversieaandelen is betrekkelijk. De uitgifte van conversieaandelen behoeft namelijk geen constitutieve uitgiftehandeling meer, indien het conversiebeding de juiste vennootschapsrechtelijke en verbintenisrechtelijke vorm heeft. De inwerkingtreding van de conversie in nieuwe aandelen bewerkstelligt dan immers

141 Men spreekt wel van een ‘NUS-depot’ (Niet Uitgegeven Stukken).

142 Bijvoorbeeld. vw. 4.11 BAM 1997/2004^o; vw. 9 Draka 2002/2007, vw. 4.11 Frans Maas 1991/1996/1999^o; vw. 4.19 Getronics 2000/2005^o; vw. 7 VNU 2001/2006^o

143 Bijvoorbeeld vw. 4.23 Ballast Nedam 1997/2002^o. In vw. 9 Wolters Kluwer 2001/2006^o wordt de verplichting om certificaten van aandelen uit te geven, gepresenteerd als een verplichting van de debitrice/conversievennootschap. De laatstgenoemde machtigt bovendien de trustee om certificaten uit te geven. Zie ook vw. 4 a Wolters Kluwer 2001/2006^o, waarin de debitrice/conversievennootschap zich ertoe verbindt om het AK bij conversie te bewegen tot de uitgifte van certificaten.

144 Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II 1997, nr. 95, over de volmachtverlening door het bestuur (en eventueel individuele bestuurders) namens de rechtspersoon.

een opeisbare uitgifteverbintenis (§§ 5.2 en 5.3). De uitgifte van conversieaandelen is daarmee een feit, ook omdat er geen bijkomende goederenrechtelijke rechtshandeling vereist is (§ 2.4).

De machtiging van de trustee dient vooral een praktisch doel. De trustee kan de conversieverklaring in ontvangst nemen namens de conversievennootschap. Voorts is de trustee bevoegd tot de verrichting van niet-constitutieve uitgiftehandelingen (§ 2.5). Conversieaandelen zijn vaak bedoeld om in het Wge-systeem te worden opgenomen. Bij die conversie vindt uitgifte plaats aan de gezamenlijk tot de conversieaandelen gerechtigden (§ 2.5.4). De trustee zal in dat geval de bij hem gedeponeerde conversieaandelen of -certificaten in een Wge-depot doen opnemen. Wge-rechten worden aan de oorspronkelijke obligatiehouders verschaft door boeking van Wge-tegoeden op hun naam.¹⁴⁵

6.9.3 *Conversierecht krachtens sleeping investor-clausule*

Een rationele obligatiehouder zal converteren indien zijn converteerbare obligaties *in the money* zijn en op het punt staan verplicht of vervroegd te worden afgelost (§ 6.2). De conversieverklaring kan om allerlei redenen uitblijven, bijvoorbeeld indien de obligatiehouder onvoldoende alert is. Met het oog daarop kan in de trustakte een *sleeping investor-clausule* worden opgenomen.¹⁴⁶ Daarin wordt aan de trustee een conversierecht toegekend. Het conversierecht van de trustee is afhankelijk van zijn overtuiging dat de netto-opbrengst van de onmiddellijke verkoop van de verkregen conversiecertificaten substantieel meer opbrengt dan de aflossing van de obligaties. De trustee kan zich ook tot conversie laten bewegen door het advies van gerenommeerde bankinstellingen. De trustee dient de verkregen certificaten zo spoedig mogelijk te (doen) verkopen. De opbrengst van de verkoop en de fractieuitkeringen worden evenredig verdeeld over de houders van de desbetreffende obligaties.

6.9.4 *Doorbetaling geldsommen*

Bij door de debitrice verschuldigde geldsommen valt onder meer te denken aan bedragen die verschuldigd zijn vanwege het vervallen van rentetermijnen (§ 3.7), verplichte of vervroegde aflossing (§ 6.2), opeising (§ 6.3), gebruikmaking van een *cash alternative* (§ 3.5) of afrekening van fracties van conversieaandelen (§ 3.4). Tot enkele

145 Bijvoorbeeld vw. 4.1 Getronics 2000/2005[○]. Daarbij kan de trustee uitdrukkelijk verplicht zijn om de Wge-tegoeden (tijdig) aan het betaal kantoor te verschaffen, zie vw. 4.20 Getronics 2000/2005[○]. Blijkens vw. 4.c VNU 2001/2006[○] heeft de obligatiehouder de keuze tussen in een Wge-depot opgenomen conversieaandelen aan toonder en conversieaandelen op naam. Hij moet in zijn conversieverklaring aangeven op welk rekeningnummer hij zijn Wge-tegoed wil ontvangen of welke gegevens in het aandeelhoudersregister moeten worden opgenomen.

146 Bijvoorbeeld: vw. 4 d Draka 2002/2007; vw. 3.6 Getronics 2000/2005[○], vwn. 4 d VNU 1999/2004[○] en VNU 2001/2006[○]; vw. 4 d Wolters Kluwer 2001/2006[○]. Zie ook Woodson 2002, p. 19.

le jaren geleden was het gebruikelijk om in de trustakte te bepalen dat betalingen eerst aan de trustee moeten worden gedaan, waarna hij ze dient door te betalen aan de obligatiehouders. Indien aan de trustee moet worden betaald, dient dat te geschieden op een rekening ten name van de trustee, uit de tenaamstelling waarvan zal blijken dat het desbetreffende saldo ten goede komt aan de obligatiehouders.¹⁴⁷ Uit recentere trustakten kan worden opgemaakt dat de bedoelde betalingen niet meer via de trustee verlopen.¹⁴⁸

Faber noemt twee kwesties die verband houden met de oudere handelwijze.¹⁴⁹ De eerste is dat de genoemde rekening een zogenoemde kwaliteitsrekening kan zijn, zodat de daarop gestorte gelden afgescheiden blijven van het vermogen van de trustee. De tweede kwestie betreft de (bevrijdende of extinctieve) verjaring van de rechtsvorderingen tot rentebetaling (§ 3:7) en tot aflossing (§ 6:2:1). Faber gaat kort in op de mogelijke incongruentie met de verjaringstermijn van de rechtsvordering van de trustee jegens de debitor. Op die kwestie ga ik niet in.

147 Bijvoorbeeld vw 2:4 BAM 1997/2004[○], vw 2:4 vw 2:4 Frans Maas 1991/1996/1999[○], vw 2:4 Fugro 2000/2005[○], vw 2:4 Getronics 2000/2005[○], vw 2:4 Numico 1995/2002[○].

148 Bijvoorbeeld vw 6:1 Draka 2002/2007, vwn 6:1 VNU 1999/2004[○] en VNU 2001/2006[○], vw 6:1 Wolters Kluwer 2001/2006[○].

149 Faber 1993, p. 107-110.

EXTERNE INVLOEDEN

7.1 Inleiding

Dit hoofdstuk bevat onderwerpen die betrekking hebben op gebeurtenissen bij en handelingen van de uitgevende instelling. Die gebeurtenissen en handelingen kunnen de waarde van converteerbare obligaties aantasten. Het is de vraag of en hoe obligatiehouders daartegen worden beschermd. Het is goed om te beseffen dat houders van converteerbare obligaties ook bescherming kunnen ontleen aan de toekenning van voorkeursrechten (§ 4.4) en de anti-verwateringsclausule (§ 6.6.4).

In § 7.2 gaat het om de uitkoopvordering die wordt ingesteld ter zake van in de conversievennootschap gehouden belangen. De heersende opvatting is dat converteerbare obligaties niet meewegen bij toetsing van een uitkoopvordering aan de twee formele vereisten van artikel 2:92a BW. De respectieve criteria worden besproken. Ook wordt onderzocht of de heersende opvatting juist is.

De wettelijke bepalingen omtrent fusie en splitsing kennen een waarborg-en-verzetregeling voor de schuldeisers van de fuserende resp. de splitsende rechtspersoon. De fusie- en de splitsingsbepalingen bevatten daarnaast een regeling voor bijzonder gerechtigden van de fuserende resp. de splitsende rechtspersoon. In § 7.3 wordt de toepasselijkheid besproken van de twee bedoelde regelingen op de tweeslachtige positie van de houder van een converteerbare obligatie. Vanwege zijn recht op terugbetaling van de geleende hoofdsom en op betaling van de bedongen rente, is de obligatiehouder schuldeiser van de debitrice. Vanwege de converteerbaarheid van dat recht is hij een bijzonder gerechtigde jegens de conversievennootschap. Verder wordt onderzocht of de twee regelingen samenlopen in geval van fusie of splitsing van een debitrice die tevens conversievennootschap is.

In § 7.4 wordt de reorganisatieclausule beschreven en toegelicht. Die clausule is doorgaans opgenomen in de voorwaarden van convertibles en reverse exchangeables en voorziet in de vervanging van conversieaandelen bij reorganisatie van de conversievennootschap.

In § 7.5 komt een aantal facetten aan de orde van het openbaar bod op converteerbare obligaties.

7.2 Uitkoop bij conversievennootschap

7.2.1 Inleiding

Twee wettelijke criteria – De uitkoopregeling bij de NV is neergelegd in artikel 2:92a BW.¹ De wettelijke bepaling geeft blijk van twee formele criteria.² Het eerste criterium is dat de uitkoopvordering wordt ingesteld tegen alle gezamenlijke andere aandeelhouders. Het tweede is het 95%-criterium: een eiser is slechts ontvankelijk in zijn uitkoopvordering indien hij voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal verschaft.

Ratio wettelijke regeling – De ratio van de uitkoopregeling is dat het voortdurende aandeelhouderschap van kleine minderheden – hoe klein die samen ook zijn – voor de 95%-aandeelhouder kosten en bezwaren met zich brengt die zonder een gedwongen overdracht niet kunnen worden verholpen. De wetgever zag met name problemen voor de moedermaatschappij, die door een gering minderheidsbelang kunstmatig wordt gescheiden van de dochtervennootschap waarin zij de meerderheid houdt, terwijl moeder- en dochtermaatschappij om bedrijfseconomische redenen tot dezelfde groep zouden moeten behoren. De wetgever bedoelde de belemmering van, kort gezegd: informele vergaderingen van de moeder/aandeelhoudster; soepele jaarrekeningrechtelijke procedures; gunstige overeenkomsten tussen moeder en dochter; de door de dochter te voeren dividendpolitiek; en het vormen van een fiscale eenheid. De gedachte van de wetgever was voorts dat de uit te kopen aandeelhouders niet worden benadeeld indien de regeling waarborgt dat zij een juiste prijs voor hun aandelen krijgen.³

Heersende opvatting: converteerbare obligaties tellen niet mee – De heersende opvatting is dat converteerbare obligaties niet meewegen bij toetsing van een uitkoopvordering – ter zake van in de conversievennootschap gehouden belangen – aan de twee genoemde formele vereisten.⁴ De door artikel 2:92a BW geformuleerde criteria moeten letterlijk worden geïnterpreteerd. De §§ 7.2.2 en 7.2.3 zijn aan de respectieve criteria gewijfd.

7.2.2 Geen uitkoop van houders van converteerbare obligaties

De uitkoopvordering moet worden ingesteld tegen alle gezamenlijke andere aandeelhouders (het eerste criterium). Het is niet juist om daartoe de houders van converteerbare obligaties te rekenen. Dit standpunt ligt in de lijn van het oordeel van de OK

1 Over de uitkoopprocedure: Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs. 509-514; Handboek 1992, nr. 199.

2 Bulten 2003, p. 8-12, over jurisprudentie van de OK met betrekking tot de bedoelde vereisten.

3 *Kamerstukken II* 1984/1985, 18 904, nrs. 1-3, p. 5-6.

4 Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 510.

dat toekomstige aandeelhouders per definitie geen partij kunnen zijn in een uitkoopprocedure. Een uitkoopvordering is niet toewijsbaar voor zover zij is gericht op de veroordeling van eventuele toekomstige aandeelhouders (naast degenen die aandeelhouder zijn).⁵ Men kan de houders van converteerbare obligaties dus niet uitkopen.

Het is mogelijk dat de betrokkenen praktische bezwaren hebben tegen het opkomen van nieuwe aandeelhouders en (de noodzaak van) een nieuwe uitkoopprocedure. Dat is echter juridisch irrelevant voor de toetsing aan het 95%-criterium. Men kan zich wel afvragen of de praktische bezwaren zo groot zijn dat aanpassing van de uitkoopregeling wenselijk is. Dat is naar mijn mening niet het geval. Een 100% houdende aandeelhouder kan (opnieuw) een uitkoopvordering instellen indien door conversie een nieuwe houder opkomt van 5% (of minder) van het geplaatste kapitaal. Men hoeft het niet (steeds opnieuw) op een uitkoopprocedure te laten aankomen. In dit verband stelt de MvT dat verwacht mag worden dat de uitkoopregeling eerder leidt tot minnelijke toepassing dan tot processen.⁶ Wellicht is het herhaaldelijk uitlokken van nieuwe uitkoopvorderingen – door de weigering om vrijwillig over te dragen – in strijd met de door artikel 2:8 BW geëiste redelijkheid en billijkheid. Mogelijk is er grond om aan te nemen dat men door bedoelde uitlokking misbruik maakt van zijn bevoegdheid, artikel 3:13 BW. Misschien kan onder omstandigheden rekening worden gehouden met de gemaakte proceskosten bij de vaststelling van de waarde van de over te dragen aandelen. Lid 6 van artikel 2:92a BW lijkt niet te zijn geschreven ten faveure van (bij herhaling) trainerende minderheidsaandeelhouders aan wie een gerechtvaardigde exit-prijs wordt geboden.

7.2.3 Geen meeweging van converteerbare obligaties bij 95%-criterium

Vier schematische situaties – De gevolgen van het wel- en niet-meewegen van conversierechten worden duidelijker aan de hand van vier hierna te schetsen ‘schematische’ uitgangssituaties. In elke situatie is het totaal geplaatst kapitaal van 100 verdeeld tussen eiser E en gedaagde G. De uitoefening van een recht op aandelen leidt tot overdracht van bestaande of uitgifte van nieuwe aandelen. Het geplaatste kapitaal wijzigt vanzelfsprekend alleen indien wordt uitgegeven. De vier situaties zijn de volgende.

- I E houdt 95 en G houdt 5. E is dan ontvankelijk in zijn uitkoopvordering. G of een derde heeft jegens de conversievennootschap recht op 1 nieuw aandeel.
- II E houdt 94 en G houdt 6. E is dan niet ontvankelijk in zijn uitkoopvordering. E heeft jegens de conversievennootschap recht op 20 nieuwe aandelen.

5 OK 29 mei 1997, NJ 1998, 468 (Rexel Nederland BV/Stichting Administratiekantoor Handelsmaatschappij voorheen Joh. Wolff & Co e.a.), r.o. 3.2

6 Kamerstukken II 1984/1985, 18 904, nrs. 1-3, p. 6.

- III E houdt 95 en G houdt 5. E is dan ontvankelijk in zijn uitkoopvordering. G of een derde heeft jegens E recht op 1 van zijn (bestaande) aandelen.
- IV E houdt 94 en G houdt 6. E is dan niet ontvankelijk in zijn uitkoopvordering. E heeft jegens G recht op 1 van zijn (bestaande) aandelen.

Indien men uitgaat van een letterlijke interpretatie van het wettelijke criterium, wordt de 95%-grens steeds naar boven of naar beneden doorbroken. In de situaties I en III zou meerderheidsaandeelhouder E niet meer ontvankelijk zijn na uitoefening van het conversierecht. In deze situaties zou hij ook niet ontvankelijk zijn vóór uitoefening van het conversierecht, indien de conversierechten op aandelen zouden worden meegewogen bij de toetsing aan het 95%-criterium.

In de situaties II en IV brengt de uitoefening met zich dat meerderheidsaandeelhouder E ontvankelijk wordt omdat hij pas daarna 95% houdt. In deze situaties zou hij ook ontvankelijk zijn vóór uitoefening van het conversierecht, indien de conversierechten op aandelen zouden worden meegewogen bij de toetsing aan het 95%-criterium.

Ratio uitkoopregeling rechtvaardigt niet een afwijking van wettekst – De parlementaire geschiedenis geeft er geen blijk van dat de wetgever rechten op aandelen heeft willen meewegen. Een afwijking van de wettekst zou mijns inziens moeten voortvloeien uit de ratio van de uitkoopregeling. Die rechtvaardigt echter niet een afwijking van de wettekst. De door de wetgever waargenomen bezwaren tegen een voortdurend minderheidsbelang gelden niet bij de voortdurende aanwezigheid van rechten op aandelen.

De ratio van de uitkoopregeling brengt niet met zich dat de houder van 95% van de geplaatste aandelen (of méér) het aandeelhouderschap van de minderheid moet dulden indien zijn aandeelhouderschap in de toekomst (eventueel) onder de 95% zakt. De ratio brengt ook niet met zich dat de houder van minder dan 95% van het geplaatste kapitaal zijn medeaandeelhouder(s) tot overdracht kan dwingen, omdat zijn aandeelhouderschap in de toekomst (eventueel) procentueel toeneemt tot 95% of meer. Dit standpunt geldt niet alleen ten aanzien van converteerbare obligaties, maar van rechten op aandelen in het algemeen.

Literatuur – De literatuur is nagenoeg eensluidend in de opvatting dat men converteerbare obligaties niet moet meetellen bij de toetsing aan het 95%-criterium (het tweede vereiste).

Van Dort is van mening dat de wet de meerderheidsaandeelhouder de mogelijkheid zou moeten bieden om 100% van het geplaatste kapitaal (blijvend) in handen te krijgen. Die mogelijkheid komt volgens haar niet in gevaar indien een meerderheidsaandeelhouder zelf converteerbare obligaties houdt. Van Dort ziet wel een probleem wanneer converteerbare obligaties zijn uitgegeven die de meerderheidsaandeelhouder niet in handen heeft. Te dien aanzien vertoont de wet volgens Van Dort een hiaat. Zij suggereert dat de

wet zou kunnen bepalen dat de meerderheidsaandeelhouder alleen een uitkoopvordering kan instellen indien hij te allen tijde, ook wanneer houders van converteerbare obligaties van hun recht gebruik maken, 95% van het geplaatste kapitaal in handen heeft. Haar voorkeur gaat echter uit naar een regeling die vergelijkbaar is met die van artikel 2:320 BW voor houders van bijzondere rechten jegens de door juridische fusie verdwijnende vennootschap (zie over deze regeling § 7.3.3).⁷ De wet bevat inmiddels in artikel 2:334p BW een soortgelijke regeling voor de juridische splitsing. Anders dan bij juridische fusie en splitsing, is er bij uitkoop geen sprake van een verdwijnen van de vennootschap om wier aandelen het gaat. Van Dort betoogt niettemin dat de bewuste vennootschap de 'oude' niet meer is nadat de meerderheidsaandeelhouder 100% van het geplaatste kapitaal heeft verkregen.

Ondernemingskamer – De OK gaf in zijn arrest van 7 november 1991 een van de heersende opvatting afwijkend oordeel. De houder van 613 aandelen in een BV startte een uitkoopprocedure om de 17 aandelen van een medeaandeelhouder te verkrijgen.⁸ Hoewel het om een BV ging, mag worden aangenomen dat de overwegingen van de OK ook betrekking hebben op artikel 2:92a BW. De uit te kopen aandeelhouder had een voorwaardelijk recht jegens de uitkopende aandeelhouder om 17 aandelen van hem (terug) te kopen. De uitoefening van het recht zou het belang van de eiser terug brengen tot beneden de grens van 95%. Het bedoelde recht was afhankelijk van (onder meer) de voorwaarde dat de financiële positie van de BV zich voldoende gunstig zou ontwikkelen. De OK overweegt (in r.o. 3.4) dat de strekking van artikel 2:201a lid 1 BW met zich brengt:

'[...] dat bij de beantwoording van de vraag of een aandeelhouder voor eigen rekening ten minste 95% van het geplaatste kapitaal verschaft, als criterium heeft te gelden dat die 95% op het moment van het instellen van een vordering als de onderhavige definitief door die aandeelhouder wordt gehouden, in die zin dat zijn deelnemingspercentage nadien uitsluitend nog krachtens een door hem uit vrije wil verrichte handeling zal kunnen dalen tot onder het percentage van 95% van het geplaatste kapitaal'.

De OK verzwakt het 95%-criterium met een interpretatie die afwijkt van de letterlijke wettekst. Hij stelt (in r.o. 3.7) dat het nimmer de bedoeling van de wetgever geweest kan zijn dat eenzelfde gedaagde bij een uitkoopvordering, na uitkoop opnieuw met een uitkoopvordering zou kunnen worden geconfronteerd.

7 Van Dort 1991, p. 212-213

8 OK 7 november 1991, *NJ* 1992, 236 m.nt. J.M.M. Maeyjer (Scheeren/Lenaerts).

Van der Grinten, Maeijer en Leyten bekritisieren het arrest.⁹

Slagter stemt met het arrest in en vindt dat men zou kunnen stellen dat de eiser van het tijdelijke bezit van 95% misbruik heeft willen maken door definitief zijn medeaandeelhouders te ecarteren.¹⁰ In de onderhavige zaak had de eiser tot uitkoop een statutenwijziging en een emissie van aandelen bewerkstelligd. Pas daarna voldeed hij aan het 95%-criterium.

Gelet op de geschetste omstandigheden van het geval, acht annotator Maeijer (het resultaat van) de beslissing van de OK wel begrijpelijk. Hij noemt twee alternatieven om tegen de gang van zaken op te komen. Wellicht was het onderhavige emissiebesluit vernietigbaar wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid, omdat het gericht was op de uitkoop van minderheidsaandeelhouders.¹¹ Van der Grinten schat de kans van slagen van een dergelijke procedure niet hoog in.¹² Maeijers tweede alternatief is om de uitkoopvordering af te wijzen op grond van een beroep op misbruik van bevoegdheid krachtens artikel 3:13 BW. Een dergelijk beroep lijkt hem onder zeer uitzonderlijke omstandigheden mogelijk.

Het arrest wordt in de literatuur terecht bekritiseerd. Het feitencomplex is te herleiden tot de door mij geschetste situatie III. Het beroep op de strekking of ratio van artikel 2:201a BW is onjuist. Dit geldt temeer daar het gegeven recht voorwaardelijk is. De OK begrenst (in r.o. 3.6) de consequenties van zijn beslissing enigszins met het criterium dat de vervulling van een voorwaarde niet in hoge mate illusoir is. Dit criterium kan echter tot arbitraire beslissingen leiden. Met Bulten kan ervan worden uitgegaan dat niet onomstotelijk hoeft vast te staan dat de grootaandeelhouder definitief 95% van de aandelen verschaft, omdat de OK de verzwaring van het 95%-criterium de laatste jaren niet meer heeft gebezigd.¹³

7.3 Wettelijke regeling van juridische fusie en splitsing

7.3.1 Tweeslachtige positie houder converteerbare obligaties

De wettelijke bepalingen omtrent fusie en splitsing vertonen een sterke gelijkenis. Beide rechtsfiguren kennen een waarborg-en-verzetregeling voor de schuldeisers van de fuserende resp. de splitsende rechtspersoon. De fusie- en de splitsingsbepalingen bevatten daarnaast beide een regeling voor bijzonder gerechtigden van de fuserende

9 Handboek 1992, nr. 199, voetnoot 3, Maeijers noot onder de onderhavige OK-beslissing; Leyten 1992; dezelfde 1999, p. 205.

10 Slagter 1994/1, p. 216-217

11 Zie ook het standpunt van de Minister van Justitie: Handelingen Eerste Kamer 1 maart 1988, 16 500.

12 Van der Grinten 1991/1, p. 5-6

13 Bulten 2003, p. 8.

resp. de splitsende rechtspersoon. De twee regelingen worden niet in algemene zin besproken.¹⁴ Het gaat hier om hun toepasselijkheid op de positie van de houder van een converteerbare obligatie.

Die positie is tweeslachtig.¹⁵ Vanwege zijn recht op terugbetaling van de geleende hoofdsom en op betaling van de bedongen rente, is de obligatiehouder schuldeiser van de debitrice (§ 7.3.2). Vanwege de converteerbaarheid van dat recht is hij een bijzonder gerechtigde jegens de conversievennootschap (§ 7.3.3). De twee regelingen lopen echter niet samen bij de fusie of splitsing van de debitrice die tevens conversievennootschap is (§ 7.3.4).¹⁶

7.3.2 Waarborg-en-verzetregeling bij debitrice

De waarborg-en-verzetregeling bij fusie en splitsing (artikelen 2:316 resp. 334k en 334l BW) strekt tot bescherming van schuldeisers. De houder van een converteerbare obligatie is een schuldeiser van de *debitrice* voor zover het zijn recht op terugbetaling van de geleende hoofdsom en zijn recht op rente betreft. Deze verplichtingen kunnen overgaan indien de debitrice fuseert of splitst. Het is ook denkbaar, afhankelijk van de desbetreffende fusie of splitsing, dat de verplichtingen uit de converteerbare obligatie achterblijven bij de voortbestaande fuserende of splitsende debitrice. De houder van een converteerbare obligatie kan daarom in geval van fusie of splitsing van zijn debitrice een beroep doen op de waarborg-en-verzetregeling. Indien de obligatielening onder trustverband staat, is de trustee bevoegd het verzet te doen.¹⁷

De toepassing van de waarborg-en-verzetregeling leidt tot het volgende. Indien de debitrice fuseert of splitst, dient ten minste één van de fuserende rechtspersonen resp. één van de partijen bij de splitsing, op straffe van de gegrondverklaring van een verzet door de obligatiehouder, voor iedere obligatiehouder die dit verlangt, zekerheid te stellen (of hem een andere waarborg te geven) voor de voldoening van de vordering. Dit geldt niet, indien de obligatiehouder voldoende waarborgen heeft of de vermogenstoestand van de door fusie verkrijgende rechtspersoon of de rechtspersoon die na de splitsing zijn schuldenaar zal zijn, na de fusie of splitsing niet minder waarborg zal bieden dan voordien.

7.3.3 Regeling voor bijzonder gerechtigden bij conversievennootschap

De toepassing van de regeling voor bijzonder gerechtigden bij fusie en splitsing (artikelen 2:320 resp. 334p BW) leidt tot het volgende. Indien de conversievennootschap

14 Zie daarvoor Asser/Maeijer 2-III 2000, nrs 567-583n.

15 Dat geldt ook naar Belgisch recht: Benoit-Moury en Croes 2000, p 47-48 en 51-52.

16 Vergelijk de behandeling van de houders van converteerbare obligaties bij fusie en splitsing in Oostenrijk Nowotny 2000, p. 209-210. In Italië: Campobasso 2000, p 144-145. In Portugal. Antunes 2000, p. 237.

17 Van Solinge 1994, p 83.

fuseert en verdwijnt, moet de obligatiehouder een gelijkwaardig recht in de verkrijgende rechtspersoon of schadeloosstelling verkrijgen. Indien de conversievennootschap splitst, moet de obligatiehouder: hetzij zodanige rechten in de verkrijgende rechtspersonen krijgen dat deze, waar toepasselijk samen met het recht dat hij jegens de voortbestaande splitsende rechtspersoon heeft, gelijkwaardig zijn aan zijn recht voor de splitsing; hetzij schadeloosstelling krijgen.

Voor een goed begrip van deze paragraaf is van belang dat tegenover het bijzondere recht van de obligatiehouder een bijzondere verplichting staat van de conversievennootschap. Het recht en de verplichting vormen een bijzondere verbintenis. Het voorwerp van die verbintenis is een bijzondere prestatie.

Afstand door vergadering van obligatiehouders – Het oorspronkelijke ontwerp-artikel 2:322 lid 1 BW (het huidige artikel 2:320 lid 1 BW) bepaalde in een tweede volzin dat een groep van houders van eenzelfde (bijzonder) recht bij besluit afstand kan doen van een gelijkwaardig recht of een vergoeding kan aanvaarden, voor zover zulks bij de besluitvorming van de groep is overeengekomen of, reeds voordat de rechten zijn uitgegeven, het in de statuten is bepaald. De MvT stelt dat deze bepaling rekening houdt met de situatie dat in de uitgiftebepalingen van converteerbare leningen of in de statutaire bepalingen over winstbewijzen wordt bepaald dat de rechten kunnen worden gewijzigd bij meerderheidsbesluit van de gerechtigden.¹⁸ In het nadere voorstel van wet is de tweede volzin geschrapt. De toelichting luidt dat de daarin vervatte stelling zozeer voor zichzelf sprak, dat de zin gevoeglijk kan worden gemist.¹⁹ (Zie § 1.5.4 over de algemene vergadering van obligatiehouders en de algemeen verbindendheid van daarin genomen besluiten.) Indien een converteerbare obligatielening onder trustverband staat, zal de trustee veelal bevoegd zijn om de in de MvT genoemde bevoegdheden uit te oefenen.

Welke converteerbare obligaties zijn 'bijzonder'? – De wet spreekt van 'bijzondere rechten, zoals een recht op een uitkering van winst of tot het nemen van aandelen'. Uit de wetsgeschiedenis van de fusiebepaling blijkt dat de regeling geldt voor 'de personen die, anders dan als bestuurder, commissaris, werknemer of aandeelhouder, nauw bij de vennootschap zijn betrokken, namelijk winstgerechtigden, houders van converteerbare obligaties of andere rechten tot het nemen van aandelen, en dergelijke belanghebbenden'.²⁰ Bij de toepasselijkverklaring van de fusieregeling op de stichting en vereniging in 1987 werd opgemerkt dat artikel 2:320 BW doelt op vermogensrechten.²¹

18 *Kamerstukken II* 1980/1981, 16 453, nrs 3-4, p. 13.

19 *Kamerstukken II* 1981, 16 453, nr. 6, p. 14.

20 *Kamerstukken II* 1980/1981, 16 453, nrs. 3-4, p. 13. Zie ook Dortmund 1989, p. 97, Van Solinge 1994, p. 83.

21 *Kamerstukken II* 1983/1984, 18 285, nr. 3, p. 8

Ik neem aan dat de wetgever bij het noemen van converteerbare obligaties alleen convertibles (§ 3.3.1) bedoelt. Het is daarom de vraag of de regeling ook betrekking heeft op andere soorten converteerbare obligaties dan gewone convertibles. Ik doel op obligaties die converteerbaar zijn in bestaande aandelen, in certificaten van aandelen en anders dan door de uitoefening van een wilsrecht van de houder converteerbare obligaties. Daarbij stel ik voorop dat converteerbare obligaties alleen voor de kwalificatie als bijzonder recht in aanmerking komen, indien en voor zover de bijzondere verplichting op de conversievennootschap rust. Dat kan alleen het geval zijn indien de conversievennootschap partij is bij de converteerbare obligatielening, zoals bij (reverse) convertibles (§ 3.3.1) en complex converteerbare obligaties (§ 3.3.3), maar niet bij (reverse) exchangeables (§ 3.3.2).

In nieuwe aandelen converteerbare obligaties – Dortmund spreekt van bijzondere rechten (in de zin van artikel 2:320 BW) waarvan de tegenoverstaande verplichtingen dermate verknocht zijn aan een vennootschap dat zij voor overgang vatbaar zijn. Het zijn volgens hem rechten, waarvan de verlening of realisering invloed heeft op de structuur en inrichting van de vennootschap.²² Het gaat om rechtsverhoudingen met een rechtspersonenrechtelijke aard. Daarvan is sprake indien zij worden beheerst door rechtspersonenrechtelijke normen; dat zijn normen die de juridische inrichting van de rechtspersoon regelen.²³ De corresponderende verplichtingen van de conversievennootschap zijn rechtspersoonlijk. Dit betekent dat zij zijn gebonden aan de rechtspersoon van de conversievennootschap. Van rechtsverhoudingen met een rechtspersoonlijke aard is in ieder geval sprake bij de door de wet genoemde rechten op een uitkering van winst (participaties, § 3.10.1) en tot het nemen van aandelen.

Het voorgaande heeft betrekking op alle obligaties die in nieuwe aandelen (kunen) worden geconverteerd. Met al die obligaties correspondeert immers een kwalitatieve verplichting van de conversievennootschap. Er is steeds sprake van een verbintenis tot uitgifte van conversieaandelen. Het vorderingsrecht van de obligatiehouder is ook bijzonder indien het in aandelen kan worden geconverteerd anders dan door de uitoefening van een aan hem toekomend wilsrecht. (Vergelijk mijn betoog in § 5.3.3 over de grotere reikwijdte van de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW.) Hiermee wordt duidelijk dat niet alleen convertibles bijzondere rechten zijn. Andere bijzondere rechten zijn reverse convertibles, in nieuwe certificaten van aandelen converteerbare obligaties (§ 3.3.4) en automatisch te converteren obligaties (§ 6.5).²⁴

22 Dortmund 1989, p. 97. Zie ook: Dortmund en Raaijmakers 1980, p. 50; Buijn 1996, p. 57-59.

23 Vergelijk Blanco Fernández 2002, p. 131, die in de rechtspersonenrechtelijke verhouding het criterium ziet voor de toepasselijkheid van artikel 2:8 BW (§ 5.3.4).

24 In een eerdere publicatie (Prinsen 1997, p. 142) stelde ik al dat de houder van een converteerbare obligatie ook een beroep op de regeling voor bijzonder gerechtigden zou moeten kunnen doen indien zijn conversierecht afhankelijk is van de toestemming van de debitrice/conversievennootschap of indien de debitrice/conversievennootschap conversiebevoegd is.

Ratio van regeling is faciëren van fusie/splitsing – De MvT bij ontwerp-artikel 2:322 BW (het huidige artikel 2:320 BW) merkt op dat de vennootschap haar aanbod mag beperken tot een uitkoopsond (bestaande in de bedoelde schadeloosstelling), om te voorkomen dat een verkrijgende vennootschap door fusies wordt belast met allerlei soorten winstbewijzen en andere verschillende bijzondere rechten, afkomstig van vennootschappen waarmee zij ooit is gefuseerd. Omdat bij fusie en splitsing per definitie sprake is van vermogensovergang onder algemene titel, zouden de bijzondere verplichtingen van rechtswege overgaan op de verkrijgende vennootschap indien geen nadere regeling was getroffen. Omdat dit onwenselijk wordt geacht, moeten de bijzonder gerechtigden genoeg nemen met een faire uitkoopsond, wanneer de (verdwijnende) vennootschap hun geen andere keuze laat.²⁵ De MvT bij artikel 2:334p BW voegt daar (voor zover hier van belang) niets aan toe.²⁶

Regeling strekt ook tot bescherming van bijzonder gerechtigden – De faciëring van de fusie en splitsing verklaart de regeling voor bijzonder gerechtigden naar mijn mening slechts ten dele. Dit motief doet namelijk niet ter zake voor zover bijzondere verplichtingen niet overgaan, ondanks de bij fusie of splitsing geldende rechts-overgang onder algemene titel (artikelen 2:309 en 334a, beide j° 3:80 lid 2 BW). Ik zie twee mogelijke belemmeringen voor die overgang.

De eerste belemmering is dat bijzondere verplichtingen van rechtspersonenrechtelijke aard (zoals hierboven in deze paragraaf bedoeld) niet vatbaar zijn voor overgang.²⁷ Dit geldt mijns inziens voor de verplichtingen van een conversievennootschap ter zake van in nieuwe aandelen converteerbare obligaties.²⁸

De tweede belemmering van de overgang van bijzondere verplichtingen is dat zij tenietgaan vanwege de verdwijning van een fuserende of splitsende vennootschap. Een prestatie die betrekking heeft op de aandelen van deze vennootschap, wordt daarvoor namelijk onmogelijk. Het onmogelijk worden van een prestatie leidt tot het tenietgaan van de desbetreffende verbintenis.²⁹

25 *Kamerstukken II* 1980/1981, 16 453, nrs. 3-4, p. 13.

26 *Kamerstukken II* 1995/1996, 24 702, nr. 3, p. 16

27 Zie ook Wessels 1997/2, p. 183. Zie ook Van Olfen 1999/1, die meent dat onoverdraagbaarheid van rechten niet wil zeggen dat deze niet voor overgang vatbaar zijn. Volgens hem zijn er echter rechten die niet kunnen overgaan. De wet, de inhoud van de daaraan ten grondslag liggende overeenkomst of de aard van het recht kunnen zich tegen de overgang verzetten.

28 Anders kennelijk Verstappen 1996, p. 283, en dezelfde, in: Raaijmakers en Verstappen 2002, p. 81, die van mening is dat zonder uitdrukkelijke wettelijke regel die voorschrijft dat conversierechten door fusie tenietgaan, de algemene regel geldt dat deze gelijk andere vermogensrechtelijke rechtsbetrekkingen onder algemene titel overgaan, ook al is nakoming van conversieverplichtingen niet meer mogelijk. Ik ga ervan uit dat hij het oog heeft op obligaties die converteerbaar zijn in nieuwe aandelen, omdat hij spreekt over de storting op (conversie)aandelen door verrekening met de vorderingen uit obligaties

29 Asser/Hartkamp 4-I 2004, nr. 46

Het voorgaande betekent dat het motief van de faciëring in beperkte mate geldt, namelijk alleen voor de fusies en splitsingen waarbij een bijzonder recht een zuiver vermogensrechtelijk karakter heeft (met andere woorden: vatbaar is voor overgang), én waarbij de vennootschap voortbestaat waaraan de bijzondere prestatie verknocht is. In de overige gevallen strekt de regeling mede tot bescherming van de bijzonder gerechtigden. Deze personen zouden immers met lege handen komen staan indien de wet hun geen recht op een vervangend recht of schadeloosstelling zou bieden.

De idee van de bescherming van de bijzonder gerechtigde is duidelijk waar te nemen bij de splitsingsregeling. Uit artikel 2:334p BW volgt dat een bijzonder recht kan voortbestaan jegens de splitsende, voortbestaande rechtspersoon. De bijzonder gerechtigde dient ofwel zodanige rechten in de verkrijgende rechtspersonen te verkrijgen dat deze, waar toepasselijk samen met het recht dat hij jegens de voortbestaande splitsende rechtspersoon heeft, gelijkwaardig zijn aan zijn recht vóór de splitsing, ofwel een schadeloosstelling te krijgen.

De MvT bij de splitsingsregeling acht het niet noodzakelijk dat de rechthebbende rechten verkrijgt in elke verkrijgende rechtspersoon. Vervangende rechten in een of meer verkrijgende rechtspersonen kunnen voldoende zijn, mits zij gelijkwaardig zijn aan het oorspronkelijke recht. Als de splitsende rechtspersoon na de splitsing voortbestaat, moet bij de waardering van de positie waarin de gerechtigde door de splitsing geraakt, ook het recht worden betrokken dat hij heeft jegens de splitsende rechtspersoon en dat door de splitsing niet verloren gaat.³⁰

Wessels stelt dat het bijzondere recht niet in stand hoeft te blijven.³¹ Dit betekent dat de partijen er bij splitsing ook voor kunnen kiezen om de bijzonder gerechtigde een vervangend recht aan te bieden of schadeloos te stellen. Ik sluit mij aan bij deze visie, omdat zij in overeenstemming is met het motief van de wetgever om de fusie en splitsing te faciëren.

Een hieraan verwante kwestie is dat bewoordingen van de regeling voor bijzonder gerechtigden (bij fusie en splitsing) lijken te dwingen tot een keuze tussen de toekenning van gelijkwaardige rechten en de schadeloosstelling.³² Vraag is waarom men niet zou mogen kiezen voor de toekenning van een recht dat gelijkwaardig is aan een gedeelte van het bijzondere recht én de schadeloosstelling voor het resterende deel. Indien geen overeenstemming wordt bereikt over de toekenning van een gelijkwaardig recht en/of de schadeloosstelling, wordt een passende schadeloosstelling vastgesteld door deskundigen, lid 2 van de artikelen 2:320 en 334p BW. Dit neemt niet weg dat de fuserende of splitsende vennootschap haar bijzonder gerechtigden feitelijk kan dwingen tot een schadeloosstelling door geen overeenstemming na te streven over een passende vergoeding.

30 *Kamerstukken II* 1995/1996, 24 702, nr. 3, p. 16-17

31 Wessels 1997/2, p. 184.

32 Zie ook Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 577, waar het woord 'of' is gecursiveerd.

Indien de bescherming van bijzonder gerechtigden gerechtvaardigd is, brengt mij dat tot twee suggesties.

Eerste suggestie: betrekking op zuiver vermogensrechtelijke verbintenissen tot verschaffing van bestaande (conversie)aandelen of van winstgerelateerde vergoeding – Men zou de regeling ook kunnen betrekken op zuiver vermogensrechtelijke, dus niet-rechtspersonenrechtelijke verbintenissen tot verschaffing van bestaande (conversie)aandelen of van winstgerelateerde vergoedingen (winstdelende obligaties, § 3.7). De bedoelde prestaties zijn afhankelijk van de daartoe verplichte NV. De financieel-economische waarde van de prestaties kan afnemen bij fusie of splitsing van de voortbestaande NV. De prestatie wordt zelfs onmogelijk indien de NV verdwijnt. De tot de bedoelde prestaties gerechtigden verdienen daarom de bescherming van de regeling voor bijzonder gerechtigden.

Deze suggestie betreft ook de conversie waarbij de conversievennootschap verplicht is tot verschaffing van bestaande conversieaandelen. Van die conversie zijn twee varianten voorstelbaar. De eerste is die waarbij de debitrice tevens conversievennootschap is. In § 7.3.4 betoog ik dat in dat geval de regeling voor bijzonder gerechtigden prevaleert boven de waarborg-en-verzetregeling. De tweede variant is de conversie waarbij een derde-conversievennootschap (die niet tevens debitrice is) eigen bestaande aandelen moet verschaffen. Deze academische variant zal in de praktijk niet voorkomen en laat ik daarom verder buiten beschouwing.

Tweede suggestie: toepassing van regeling op bijzondere rechten jegens vennootschap die bij fusie verkrijgt – Blijkens de formulering van artikel 2:334p lid 1 BW is de regeling bij splitsing van toepassing op bijzondere rechten jegens de verdwijnende én de voortbestaande vennootschap. Uit de formulering van artikel 2:320 lid 1 BW volgt echter dat de regeling voor bijzondere gerechtigden *niet* van toepassing is op bijzondere rechten jegens de voortbestaande, dus verkrijgende *fuserende* rechtspersoon. Dit zou wel het geval moeten zijn, zowel gezien vanuit het gezichtspunt van de faciëring van de fusie, als met het oog op de bescherming van bijzonder gerechtigden.

Zoals gezegd, beoogt de regeling de fusie en splitsing te faciëren in die zin dat men kan voorkomen dat een *verkrijgende* partij wordt belast met een bijzonder recht, dat zij zelf niet is aangegaan. Het kan evenzeer onwenselijk zijn dat een bijzondere verplichting bij een voortbestaande vennootschap *achterblijft*. Daaraan doet niet af dat het deze vennootschap is die de bijzondere verplichting oorspronkelijk is aangegaan.

Het is niet moeilijk in te zien dat bijzonder gerechtigden bescherming behoeven bij splitsing van een verdwijnende én van een voortbestaande vennootschap. Het ligt immers voor de hand dat het vermogen van die rechtspersoon door splitsing in waarde afneemt en diensgevolge het bijzondere recht in waarde afneemt. De wetgever realiseert zich blijkbaar onvoldoende dat de fusie van een voortbestaande vennootschap dezelfde ongunstige werking kan hebben op de mogelijkheid van verhaal van

bijzondere rechten op een vennootschap.³³ De wetgever heeft de bescherming van de schuldeisers van de verkrijgende vennootschap dan ook terecht niet anders geregeld dan de bescherming van de schuldeisers van de verdwijnende vennootschap.³⁴ Wat voor de gewone schulden geldt, zou ook moeten gelden voor bijzondere verplichtingen.

Een kleine aanpassing van artikel 2:320 lid 1 BW zou volstaan. Het gewenste resultaat wordt bereikt door vervanging van het woord ‘verdwijnende’ door ‘fuserende’. Dit zou ertoe leiden dat hij die een bijzonder recht heeft jegens een *fuserende* rechtspersoon (een verdwijnende óf verkrijgende), een gelijkwaardig recht in de verkrijgende rechtspersoon verkrijgt, of schadeloosstelling kan eisen.

7.3.4 *Geen samenloop van regelingen bij debitrice/conversievennootschap*

In een eerdere publicatie constateerde ik de tweeslachtige positie van de houder van converteerbare obligaties bij de juridische splitsing (en fusie) van de debitrice/conversievennootschap. Ik vond dat hij als schuldeiser onder de waarborg-en-verzetregeling en als houder van een converteerbaar recht onder de regeling voor bijzonder gerechtigden valt.³⁵ De twee regelingen zouden dus samenlopen. Dat is ook de heersende opvatting.³⁶ Ik bracht daarbij naar voren dat deze splitsing van hoedanigheden gekunsteld is. Ik wees in dat verband op de gebruikelijke samenhang tussen de hoogte van de couponrente en de toekenning van een conversierecht. Die gedachte voerde mij tot de conclusie dat de fusie- en splitsingsregeling aan de houder van converteerbare obligaties een specifieke rechtsgang moest toekennen om zijn bijzondere recht, zoals zijn obligatievordering, vóór of tijdens de fusie te beschermen tegen de negatieve gevolgen daarvan.

Buijn constateert dat degene die rechtsbescherming ontleent aan de regeling voor bijzonder gerechtigden, geen verzetrecht toekomt voor zover hij als schuldeiser is aan te merken. Desalniettemin is Buijn van mening dat het schuldeiserschap van de houder van een converteerbare obligatie prevaleert boven zijn conversierecht. Hij meent dat hem het verzetrecht toekomt, en dus niet – zo begrijp ik hem althans – de positie van bijzonder gerechtigde. Ik ga ervan uit dat Buijn alleen het oog heeft op convertibles (§ 3.3.1)³⁷

33 Van Solinge 1994, p. 80-81, wijst er (in verband met de waarborg-en-verzetregeling van artikel 2:316 BW) op dat de vermogenstoestand van de verkrijgende vennootschap na fusie minder waarborgen kan bieden.

34 Van Solinge 1994, p. 83.

35 Prinsen 1997, p. 138-144

36 Losbl. Rp., art. 312, aant. 5 (Raaijmakers); Dortmund en Raaijmakers 1980, p. 49; Van den Ingh 1993, p. 15-16, Dortmund 1989, p. 96; Van Solinge 1994, p. 83

37 Buijn 2001, p. 390

Thans meen ik echter, in afwijking van de heersende opvatting, dat er geen sprake kan zijn van samenloop van beide regelingen. Uitgangspunt is dat de houder van een converteerbare obligatie een bijzonder gerechtigde is jegens de debitrice/conversievennootschap. Hij is echter niet *tevens* een gewone schuldeiser. Hij kan daarom geen beroep doen op de waarborg-en-verzetregeling. Zijn positie van bijzonder gerechtigde prevaleert boven die van (gewoon) schuldeiser. De regeling voor bijzonder gerechtigden is een bijzondere regeling, die derogeeert aan de algemene waarborg-en-verzetregeling. De waarde van een converteerbare obligatie wordt niet alleen bepaald door de zuivere component. De hoofdsom en couponrente zijn gerelateerd aan de conversievoorwaarden. Daar komt bij dat de toepassing van de waarborg-en-verzetregeling feitelijk onmogelijk is indien de debitrice/conversievennootschap verdwijnt door fusie of splitsing. In dat geval wordt conversie onmogelijk. Tenzij anders wordt overeengekomen, kan de converteerbare obligatie dan niet als zuivere obligatie voortbestaan.

Het uitgangspunt geldt voor alle door een debitrice/conversievennootschap uitgegeven converteerbare obligaties waarop de regeling voor bijzonder gerechtigden van toepassing is. In § 7.3.3 noemde ik in nieuwe en in bestaande aandelen converteerbare obligaties, omgekeerd converteerbare obligaties, in certificaten van aandelen converteerbare obligaties en automatisch te converteren obligaties.

De onderstaande tabel maakt de gevolgen van mijn uitgangspunt (en de uitzonderingen daarop) zichtbaar. Een plusteken betekent de toepasselijkheid, een minteken de niet-toepasselijkheid van een regeling in de gegeven situatie.

	A		B Indien reorganisatieclausule (§ 7.4)	
	Waarborg-en- verzetregeling	Regeling bijzonder gerechtigden	Waarborg-en- verzetregeling	Regeling bijzonder gerechtigden
Debitrice, tevens conversievennootschap:				
I fuseert en bestaat voort	+	–	+	–
II fuseert en verdwijnt	–	+	+	–
III splitst en bestaat voort	–	+	+	–
IV splitst en verdwijnt	–	+	+	–

Kolom A – Situatie I is een gedwongen uitzondering op mijn uitgangspunt. Indien de debitrice/conversievennootschap fuseert én voortbestaat, is de regeling voor bijzonder gerechtigden niet toepasselijk. Dit is te wijten aan een te beperkt toepassingsbereik van artikel 2:320 BW, waarvan ik in § 7.3.3 de uitbreiding heb bepleit. In deze situatie is daarom de waarborg-en-verzetregeling toepasselijk. In de situaties II-IV

derogeert de regeling voor bijzonder gerechtigden aan de waarborg-en-verzetregeling.

Kolom B – Een fusie of splitsing van de debitrice/conversievennootschap wordt door de obligatievoorwaarden vaak aangemerkt als een ‘reorganisatie’ van de conversievennootschap.³⁸ In § 7.4 blijkt dat de conversieaandelen dan kunnen worden vervangen door de aandelen van een andere vennootschap. Het resultaat daarvan is dat de debitrice niet langer tevens conversievennootschap is. Ik zou willen aannemen dat de regeling voor bijzonder gerechtigden in de geschetste situatie niet toepasselijk is. De houder van de converteerbare obligatie is met ingang van de reorganisatie namelijk geen bijzonder gerechtigde meer van de oorspronkelijke debitrice/conversievennootschap die daarbij splitst of fuseert. Een andere manier is aan te nemen dat de reorganisatieclausule inhoudt dat de obligatiehouders bij voorbaat afstand doen van de bescherming die de regeling voor bijzonder gerechtigden hun biedt. De reorganisatie leidt wel tot toepasselijkheid van de waarborg-en-verzetregeling bij fusie of splitsing van de oorspronkelijke debitrice/conversievennootschap. De houder van de converteerbare obligatie is met ingang van de fusie een gewone schuldeiser van die rechtspersoon, die alleen nog debitrice en niet langer conversievennootschap is.

Overgang rechtsverhoudingen – Artikel 2:334j BW kan toepasselijk zijn bij de splitsing van de debitrice/conversievennootschap. Lid 1 bepaalt dat een rechtsverhouding waarbij de splitsende rechtspersoon partij is, slechts in haar geheel mag overgaan, op straffe van gegrondverklaring van een verzet ex artikel 2:334l BW. Dit artikel strekt tot bescherming van de wederpartij van de splitsende rechtspersoon. Het artikel staat er in beginsel aan in de weg dat de hoedanigheden van debitrice en conversievennootschap na de splitsing niet langer in één rechtspersoon verenigd zijn. Dat geldt echter niet indien de converteerbare obligatielening een reorganisatievoorwaarde kent (§ 7.4). Ik zou willen aannemen dat de houder van een converteerbare obligatie in dat geval bij voorbaat heeft ingestemd met de scheiding van de genoemde hoedanigheden. Hij kan dan geen bescherming ontfangen aan artikel 2:334j lid 1 BW.

7.4 Reorganisatieclausule

De reorganisatieclausule van converteerbare obligaties voorziet in een wijziging bij reorganisatie van de conversievennootschap door vervanging van conversieaandelen waarin geconverteerd kan worden.³⁹ Reorganisatieclausules van convertibles bepalen meestal niet expliciet dat het gaat om de reorganisatie van de debitrice/conversie-

38 Vw. 5.17 ASML 1998/2005^o bepaalt juist dat bij een splitsing of een vergelijkbare transactie het conversierecht in overeenstemming met artikel 2:334p BW wordt aangepast.

39 Zie ook Wood 1995, § 9-21

vennootschap vanwege haar hoedanigheid van conversievennootschap. Toch is dat logisch, omdat de waarde van het aan convertibles verbonden conversierecht (§ 3.8.3) mede wordt bepaald door de waarde van het aandeel waarin kan worden geconverteerd.⁴⁰

De obligatievoorwaarden wordt een ruime omschrijving gegeven van de gebeurtenissen die zijn te duiden als reorganisatie in de hier bedoelde zin.⁴¹ Daarbij valt te denken aan:

- herstructurering van het aandelenkapitaal van de conversievennootschap;
- fusie (door juridische fusie, aandelenfusie of anderszins) met of in een andere rechtspersoon;
- splitsing;
- vervreemding van de juridische of economische eigendom van de direct of indirect (via haar dochtermaatschappijen) door haar gehouden bezittingen of een substantieel deel daarvan door één of meer andere (rechts)personen.

Zoals gezegd, leidt reorganisatie tot vervanging van de conversieaandelen. Een veelgebruikte formulering is dat de obligaties voortaan converteerbaar zijn in de aandelen, andersoortige effecten en/of de geldsom, uit te geven en/of te betalen door de conversievennootschap of door één van de bedoelde (rechts)personen, waartoe een houder van het aantal aandelen waarin die obligaties onmiddellijk voorafgaand aan de fusie verwisseld hadden kunnen worden, gerechtigd zou zijn.⁴²

Doorgaans wordt overeengekomen dat de aanpassing in een aanvullende trustakte moet worden neergelegd. Bovendien is vereist dat een goedkeurende verklaring wordt verkregen van een accountant. Daarin dient tot uitdrukking te komen dat de aanpassing van obligatievoorwaarden de meest billijke denkbaar is.

Ter illustratie bespreek ik de gebeurtenissen die zich afspeelden rondom de achtergestelde obligaties AMEV 1998/2005^o, oorspronkelijk uitgegeven door ASR Verzekeringsgroep NV en converteerbaar in certificaten van aandelen van dezelfde vennootschap. De eerste gebeurtenis was dat de conversievennootschap, ASR Verzekeringsgroep NV, werd overgenomen door Fortis Nederland NV. Naar aanleiding daarvan, en op grond van vw. 4.2.5 van de oorspronkelijke trustakte, werden de obligaties converteerbaar in aandelen Fortis Nederland NV. Op grond van vw. 4.2.6 van de oorspronkelijke trustakte werd de aanvullende trustakte van 22 december 2000 verleden. De laatstgenoemde bepaling dwingt bovendien tot de verkrijging van een goedkeurende verklaring van een register-

40 In reorganisatievoorwaarden van complex te converteren obligaties gaat het logischerwijs om reorganisatie van de derde-conversievennootschap, zie bijvoorbeeld vw. 4.2.b Frans Maas 1991/1996/1999^o.

41 Bijvoorbeeld: vw. 5.16 ASML 1998/2005^o; vw. 4.h Draka 2002/2007; vw. 4.2.b Frans Maas 1991/1996/1999^o; vw. 4.10 Getronics 2000/2005^o.

42 Bijvoorbeeld: vw. 4.2.5 AMEV 1998/2005^o; vw. 4.h Draka 2002/2007; vw. 4.2.b Frans Maas 1991/1996/1999^o.

accountant die blijk geeft van de bilijkheid van de aanpassing van de conversievoorwaarden Overigens hadden de obligatiehouders vanwege de overname de tijdelijke mogelijkheid om hun obligaties op te eisen (In de woorden van een advertentie van de trustee in FD 4 januari 2001 deze aan te bieden ter vervroegde aflossing a pari per 12 februari 2001, verhoogd met lopende rente) De debitrice was op grond van vw 3 5 van de oorspronkelijke trustakte tot betaling verplicht in geval van een zogenoemde 'change of control' (§ 6 3 3)

De tweede gebeurtenis was dat de debitrice, nog steeds ASR Verzekeringsgroep NV, op 25 april 2001 verdween door een juridische fusie met groepsmaatschappij AMEV Nederland NV, wier naam werd gewijzigd in AMEV Stad Rotterdam Verzekeringsgroep (ASR) NV De fusie werd reeds verwacht bij het uitbrengen van het openbaar bod door Fortis Nederland NV op aandelen en certificaten van aandelen ASR Verzekeringsgroep NV Zie het desbetreffende biedingsbericht d d 15 november 2000 Deze 'vervanging' van de debitrice hield geen 'change of control' in (zie vw 3 5 van de aanvullende trustakte) Daarom was er geen reden de obligaties vervroegd aflosbaar te stellen

De derde gebeurtenis was dat de conversievennootschap Fortis Nederland NV op haar beurt werd vervangen Dat was een gevolg van de herstructurering van het Fortis-concern De Nederlandse vennootschap Fortis Nederland NV en de Belgische vennootschap Fortis België waren de twee moedermaatschappijen van het Fortis-concern In het kader van de bedoelde herstructurering vond eind 2001 de zogenoemde 'eenmaking' plaats van de aandelen in de Nederlandse subholding Fortis NV en in de Belgische subholding Fortis SA/NV (zie Informatiememorandum met betrekking tot de eenmaking van de aandelen van Fortis, tevens Prospectus met betrekking tot de aanvraag tot notering van het Fortis-aandeel d d 15 november 2001) Een van de stappen van deze eenmaking was dat Fortis Nederland NV verdween door een juridische fusie met haar dochtermaatschappij Fortis NV Resultaat van de eenmaking is dat de obligaties converteerbaar zijn in een 'Fortis-aandeel' Dit effect bestaat uit een gewoon aandeel Fortis SA/NV, verbonden met een gewoon aandeel Fortis NV (en andersom) Ook deze vervanging van de conversievennootschap hield geen 'change of control' in en noodzaakte daarom niet tot een vervroegde aflosbaarstelling van de obligaties De houders van converteerbare obligaties hebben informatie over de herstructurering van het Fortis-concern en de gevolgen daarvan voor hun obligaties moeten putten uit het Informatiememorandum met betrekking tot de eenmaking van de aandelen van Fortis (en tevens Prospectus met betrekking tot de aanvraag tot notering van het Fortis-aandeel) d d 15 november 2001 Dat memorandum merkt op dat het 'Fortis-aandeel' het aandeel Fortis Nederland als onderliggend effect vervangt *overeenkomstig de voorwaarden van de converteerbare obligaties* Vw 4 2 6 van de aanvullende trustakte verplichtte tot het doen verlijden van de aanvullende trustakte van 4 februari 2003 (en de verkrijging van een accountantsverklaring)

Een ander voorbeeld is de op 6 oktober 1999 afgeronde aandelenfusie tussen Koninklijke Hoogovens NV en haar Engelse branchegenoot British Steel plc Het resultaat is dat de aandelen in beide vennootschappen nu worden gehouden door een Engelse moedermaatschappij, Corus Group plc (voorheen BSKH plc) De trustakte van de oorspronkelijk door Koninklijke Hoogovens NV uitgegeven, in certificaten van aandelen

converteerbare achtergestelde obligaties Corus 1997/2007⁴³, verplicht in vw. 4 lid 2 onder c en onder d tot het verlijden van aanvullende trustakten. Krachtens de aanvullende trustakten van 4 augustus 1999 en 14 december 1999 zijn de obligaties converteerbaar in aandelen van de genoemde moedermaatschappij, Corus Group plc. De debitrice werd overigens niet vervangen, maar op 27 juli 2001 omgezet in Corus Nederland BV.

Reverse exchangeables – Bij reverse convertibles is men vaak meer summier in de redactie van de reorganisatieclausule. Men volstaat meestal met de bepaling dat de conversievoorwaarden dienen te worden aangepast bij fusie, splitsing, overname of andere duurzame samenwerking van de conversievennootschap. Bovendien wordt de aanpassing overgelaten aan de discretie van de debitrice, in haar hoedanigheid van *calculation agent*.⁴³

Omdat de officiële notering van het aandeel KPNQwest op Euronext Amsterdam met ingang van 24 mei 2002 werd geschorst, werd de handel in de knock-in reverse exchangeables Rabo op KPNQwest 2001/2003⁴⁴ met ingang van 18 juni 2002 beëindigd. Per 21 juni 2002 werd de officiële notering van de obligaties beëindigd en werden zij vervroegd afgelost volgens de methode zoals beschreven in vw. 6.b.ii Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme I⁴⁵. Deze methode leidde ertoe dat de obligatiehouders een waarde in contanten kregen uitgekeerd, die overeenkwam met de 'fair market value' van de obligaties per 24 mei 2002. Die waarde (€ 680,-) was beduidend lager dan de nominale waarde van de obligaties (€ 5.000,-).⁴⁴

Fusie- en splitsingsregeling – Indien een reorganisatie bestaat in de juridische fusie of splitsing van de debitrice/conversievennootschap, is de regeling voor bijzonder gerechtigden niet van toepassing (§ 7.3.3). Indien de conversievennootschap voor de fusie of splitsing tevens debitrice is, moet men wel rekening houden met de toepasbaarheid van de waarborg-en-verzetregeling (§ 7.3.2).

Motieven conversievennootschap van convertibles – Met de reorganisatieclausule van convertibles houdt de conversievennootschap rekening met een eventuele toekomstige overname, bijvoorbeeld na een geslaagd bod op haar aandelen. Zo voorkomt zij dat *outside*-minderheidsaandeelhouders opkomen indien haar aandelen in handen van één of enkele aandeelhouders zijn gekomen. Een nieuwe meerderheidsaandeelhouder zal meestal geen prijs stellen op nieuwe aandeelhouders die opkomen op het

43 Bijvoorbeeld. vw. 6.b Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004⁴⁵; vw. 6.b Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme III⁴⁶.

44 Rabo persbericht 14 juni 2002: *Rabo Securities NV lost vervroegd de knock-in reverse convertible bonds op KPNQwest af*.⁴⁷

niveau van zijn dochtermaatschappij.⁴⁵ Ook buiten het beschreven geval – dus wanneer de aandelen van de conversievennootschap niet alle door één (rechts)persoon worden gehouden – is het denkbaar dat men na een reorganisatie geen prijs stelt op oude conversieverplichtingen.⁴⁶ De reorganisatieclausule stelt de conversievennootschap in staat om ook de houders van converteerbare obligaties met een geldsom genoeg te laten nemen, indien de reorganisatie gepaard gaat met de overdracht van de aandelen van de conversievennootschap tegen de betaling van een geldsom.

Het is de vraag of er vanuit het perspectief van de conversievennootschap andere mogelijkheden zijn om de bezwaren van een reorganisatie ondervangen. Zolang de obligaties nog niet zijn geconverteerd, kan men de houders daarvan in ieder geval niet uitkopen (§ 7.2.2). De houder van 95% (of meer) van het geplaatste kapitaal zou na eventuele conversie wel een uitkoopprocedure kunnen starten tegen nieuwe aandeelhouders. Dat zou echter een omslachtige methode zijn, zeker indien de conversie van een groot aantal obligaties gespreid plaatsvindt. Een theoretisch gevaar is bovendien dat door conversie op enig moment meer dan 5% van het geplaatste kapitaal in andere handen komt. Een uitkoopprocedure behoort dan niet (meer) tot de mogelijkheden. Een alternatief zou zijn een gereorganiseerde vennootschap te doen verdwijnen door juridische fusie of splitsing. De juridische fusie wordt ook in bredere context gezien als een mogelijk sluitstuk van een openbaar bod.⁴⁷ Hier is het voordeel dat converteerbare obligaties kunnen eindigen door fusie of splitsing. De houders van deze obligaties moet dan wel een vervangend recht of schadeloosstelling worden aangeboden (§ 7.3.3).

Motieven debitrice van (reverse) exchangeables – Een ander motief geldt bij in bestaande aandelen converteerbare obligaties (exchangeables). Een reorganisatie is daarbij namelijk niet zozeer een probleem voor (de meerderheidsaandeelhouder van) de conversievennootschap, maar wel voor de debitrice. Zij moet bij conversie immers kunnen beschikken over bestaande conversieaandelen. Zij heeft dat probleem echter niet bij omgekeerd converteerbare obligaties op bestaande aandelen, zoals reverse exchangeables. De conversiegerechtigde debitrice kan conversie dan immers achterwege laten.

Motieven convertiblehouders – De vervanging van conversieaandelen is meestal in het belang van convertiblehouders. De vervanging beschermt hen tegen een aantal

45 Van der Staay 1993, p. 175; Perrick 1995, p. 19; Van Solinge en Nieuwe Weme 1999, p. 44, voetnoot 4, Leyten 1999, p. 208, voetnoot 47, Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2000, p. 63.

46 Vergelijk de ratio van de regeling voor bijzonder gerechtigden bij een fusie en splitsing (§ 7.3.3). In dit verband wijs ik op de vw. 4.10 Getronics 2000/2005^o. Deze sluit de reorganisatie uit, waarbij de conversievennootschap/debitrice de ‘*continuing corporation*’ is. Dat is opmerkelijk, omdat het voortbestaan van rechten jegens die rechtspersoon niet uitsluit dat er behoefte is aan de toekenning van vervangende of aanvullende rechten.

47 Van Solinge en Nieuwe Weme 1999, p. 324

mogelijke gevaren. Een gevaar is dat convertiblehouders zonder de bescherming van de reorganisatieclausule te zeer afhankelijk zouden kunnen worden van een na de reorganisatie aanwezige meerderheidsaandeelhouder.⁴⁸ Zij kunnen immers geraakt worden door nadelige handelingen van de meerderheidsaandeelhouder. Houders van rechten op aandelen hebben niet de rechtspositie van minderheidsaandeelhouders, en genieten dus niet de daaraan verbonden rechtsbescherming.

Een tweede gevaar is dat een reorganisatie met zich brengt dat de conversieaandelen minder liquide worden. Dit is zeker het geval indien de aandelen aanvankelijk een beursnotering hebben, die na de overname wordt beëindigd. Dit heeft dan meestal een negatieve invloed op de marktwaarde van de onderliggende aandelen, en dus ook op de waarde van de desbetreffende converteerbare obligaties. Het is om deze reden mogelijk dat de obligatievoorwaarden een beding bevatten hetwelk de conversievennootschap verplicht te bijveren dat de notering van de conversieaandelen wordt bewerkstelligd of gehandhaafd blijft.⁴⁹

Niet in de laatste plaats beschermt de vervanging van conversieaandelen de financiële belangen van convertiblehouders. Het gevaar is dat een reorganisatie gepaard gaat met een miskennis van het feit dat de speculatiewaarde van het conversierecht mede wordt bepaald door de lengte van de conversieperiode van convertibles (§ 3.8.3).⁵⁰ Die miskennis bracht een aantal Amerikaanse convertiblehouders financiële schade toe bij overnames in de jaren tachtig van de twintigste eeuw.⁵¹ De vervanging van de conversieaandelen, mits op de juiste financieel-technische voorwaarden, behoedt convertiblehouders tegen verlies van conversiewaarde.

Andere modaliteiten kunnen convertiblehouders ook behoeden voor het bedoelde verlies. Zo kan worden bepaald dat converteerbare obligaties vervroegd opeisbaar zijn, indien de reorganisatie te kwalificeren is als een *change of control* (§ 6.3.3). Ook dan is het zaak om het aflossingsbedrag op een dusdanig niveau vast te stellen dat de convertiblehouder voldoende wordt gecompenseerd voor het bedoelde verlies. Om dit te bereiken kan men het vervroegd opeisbare bedrag doen aansluiten bij een eventueel vastgesteld vervroegd aflosbaar bedrag, althans indien daarin een premie is verdisconteerd (§ 6.2.2).⁵²

Een reorganisatie kan tot aanpassing van de conversieprijs leiden. In dat geval kan samenloop worden vermeden door de regeling tot vervanging van de conversieaandelen bij reorganisatie te laten derogeren aan een regeling tot aanpassing van de conversieprijs. Dat is tenminste het geval indien de eerstgenoemde regeling expliciet stelt dat de beschreven handelingen niet leiden tot een aanpassing van de conversiekoers

48 Vergelijk Wood 1995, § 9-19.

49 Bijvoorbeeld: vw. 8.d Draka 2002/2007; vw. 8.d Wolters Kluwer 2001/2006^O. Zie ook Wood 1995, § 9-22 (d).

50 Zie ook: Calamos 1998, p. 58-59; Coxe 2000, p. 22-23, Woodson 2002, p. 20.

51 Dit blijkt uit de voorbeelden die worden genoemd door Calamos 1998, p. 57.

52 Calamos 1998, p. 59.

(logischerwijs voor zover de handelingen daartoe aanleiding zouden kunnen geven).⁵³

Soms heeft de debitrice/conversievennootschap een *cash alternative*. Dat houdt in dat de debitrice/conversievennootschap bij conversie geen aandelen hoeft te verschaffen, maar een bedrag mag betalen dat gerelateerd is aan de marktprijs van de conversieaandelen (§ 3.5). De behoefte aan de vervanging van conversieaandelen bij reorganisatie is dan minder dringend, zodat men kan volstaan met een aanpassing van de conversieprijs.

7.5 Openbaar bod op converteerbare obligaties

7.5.1 Vrijstelling van biedingsregels

Biedingsregels en vrijstellingen – De biedingsregels van hoofdstuk IIA Wte 1995 en hoofdstuk IIIA Bte 1995 (hierna: de biedingsregels) zijn van toepassing op een openbaar bod op effecten als bedoeld in artikel 1 aanhef en onder a Wte 1995. Niettemin wordt krachtens artikel 11a lid 1 Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer vrijstelling verleend van de biedingsregels indien het een openbaar bod betreft op effecten waaraan geen rechtstreeks of potentieel stemrecht verbonden is (met uitzondering van niet-royeerbare certificaten). Lid 2 van het laatstgenoemde artikel verleent bovendien vrijstelling indien sprake is van een openbaar bod op effecten die door de bieder zelf zijn uitgegeven (een zogenaamd ‘inkoopbod’).

Afschaffing vrijstellingen – Nieuwe Weme bepleit de afschaffing van de genoemde vrijstellingen. Kort gezegd, komt zijn betoog op het volgende neer. De biedingsregels waren oorspronkelijk opgenomen in het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975. Dit besluit beoogde overnamebiedingen te reguleren. Een geslaagd inkoopbod en een geslaagd bod op effecten zonder (potentieel) stemrecht leiden in beginsel niet tot een overname van een vennootschap, in dier voege dat men deze voortaan controleert. Omdat het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975 aansloot bij de verkrijging van de zeggenschap, lag toepasselijkheid van de biedingsregels niet voor de hand. De biedingsregels verkeren echter sinds hun overheveling naar de Wte 1995 onder de vigeur van de doelstellingen van die wet. Deze doelstellingen zijn: het waarborgen van een adequate functionering van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers

53 Een voorbeeld is de afstemming tussen vwn. 4.h (vervanging conversieaandelen) en 4 b I J (aangepassing conversiekoers) van Draka 2002/2007 en Wolters Kluwer 2001/2006^o. Kort gezegd en voor zover hier van belang, dient de debitrice/conversievennootschap in geval van (onder meer) haar fusie, vervangende conversierechten te verschaffen en vindt geen aanpassing van de conversieprijs plaats. De vervanging van conversieaandelen blijft echter achterwege en de conversieprijs wordt toch aangepast, indien een change of control plaatsvindt waarbij de zittende aandeelhouders een vergoeding ontvangen die minstens voor een substantieel gedeelte uit contanten bestaat

op die markten. De gedachte is dat de belegger ook bij de twee bedoelde biedingen behoefte heeft aan bescherming, onder meer door de verschaffing van financiële informatie die is opgenomen in een biedingsbericht. De biedingsregels zouden daarom toepasselijk moeten zijn op het inkoopbod op effecten en het openbaar bod op effecten waaraan geen (potentieel) stemrecht is verbonden, zoals zuivere obligaties.⁵⁴

Het standpunt van Nieuwe Weme is juist. De vrijstellingen voor het bod op effecten zonder (potentieel) stemrecht en het inkoopbod moeten om de hiervoor genoemde redenen komen te vervallen. De AFM heeft bij de presentatie van haar jaarverslag over 2001 uiting gegeven aan haar ongerustheid over schuldsaneringen door omzetting van schulden in kapitaal. Zij vindt dat de belegger recht heeft op informatie.⁵⁵

7.5.2 *Vermogensrechtelijke strekking van openbaar bod*

Wettelijke criteria – Artikel 1 lid 2 onder o Wte 1995 definieert – voor zover hier van belang – een openbaar bod als (een uitnodiging tot het doen van) een aanbod in de zin van artikel 6:217 lid 1 BW waarbij de bieder het oogmerk heeft de effecten te verwerven. Ik bespreek de twee bestanddelen van deze definitie: nieuwe wilsovereenstemming en verwerving van effecten.

Nieuwe wilsovereenstemming – In de inleiding van dit onderzoek bleek dat omzetting van schuld in kapitaal – anders dan door conversie – nieuwe wilsovereenstemming vereist tussen schuldeiser(s) en debitrice. Conversie vindt plaats krachtens een bestaand conversiebeding, niet krachtens nieuwe wilsovereenstemming. Dat is wel het geval bij omzetting van converteerbare obligaties op andere voorwaarden dan oorspronkelijk overeengekomen, bijvoorbeeld tegen een lagere conversieprijs.

Nieuwe wilsovereenstemming tussen schuldeiser(s) en debitrice kan ook strekken tot wijziging van zuivere of converteerbare obligaties, zoals de verlenging van hun looptijd. Aan het criterium wordt weer niet voldaan bij wijziging van zuivere of converteerbare obligaties krachtens bestaande clausules, zoals de aanpassing van de conversieprijs (§ 6.6) of de wijziging van de voorwaarden van een gebonden obligatieleening door de meerderheid van de obligatiehouders, of door de ter zake bevoegde trustee (§ 1.5.4).

De slotsom is dat een openbaar bod dat strekt tot omzetting of wijziging van zuivere of converteerbare obligaties – anders dan krachtens een eerder overeengekomen beding – voldoet aan het hier bedoelde criterium.

Verwerving – De wettelijke definitie bevat het zogenoemde oogmerk criterium. Dat houdt in dat van een openbaar bod slechts sprake is indien de bieder het oogmerk

⁵⁴ Nieuwe Weme 2001. Zie ook Nieuwe Weme en Van Solinge 2002, p. 260-261, Botter 2002, p. 45

⁵⁵ G. van der Marel, 'Irritatie bij Autoriteit-FM over redding Versatel en UPC', *FD* 25 april 2002. Zie ook J. Wester, 'Lekker shoppen met Getronics', *NRC Handelsblad* 14 december 2001

heeft de effecten te *verwerven*. Het is de vraag hoe dit criterium moet worden begrepen. Is de strekking daarvan dat de wettelijke definitie van het openbaar bod alleen betrekking heeft op (de uitnodiging tot het doen van) een aanbod waarbij de bieder de effecten beoogt te *verkrijgen*?

Een voorgestelde transactie leidt niet altijd tot verkrijging. Stel dat sprake is van een ruilbod: de debitrice wil aandelen in haar kapitaal verschaffen aan houders van door haar uitgegeven zuivere of converteerbare obligaties. Of de debitrice de obligaties beoogt te verkrijgen, hangt af van de vermogensrechtelijke strekking van de voorgestelde transactie. Voor zover de debitrice nieuwe aandelen wil verschaffen, kunnen de obligaties op de aandelen worden ingebracht (§ 5.6.1). In dat geval verkrijgt de debitrice de obligaties, hetgeen over het algemeen leidt tot het einde van de obligaties (§ 6.4.2). Een ruilbod kan echter ook worden vormgegeven als een verrekening van de obligaties met de verplichting op de aandelen in te brengen (§ 5.6.2), of als inbetalinggeving van bestaande of nieuwe aandelen (vergelijk § 5.6.4). In de laatste twee gevallen verwerft de debitrice de obligaties niet. Daarnaast is voorstelbaar dat de debitrice beoogt de voorwaarden van obligaties te wijzigen (anders dan krachtens bestaande voorwaarden). Ook een dergelijke transactie leidt op zichzelf niet tot verwerving.

Ik zou ben van mening dat de wettelijke definitie betrekking heeft op alle transacties die in de vorige alinea werden genoemd. Het oogmerk criterium heeft namelijk een beperkte strekking. Het is aan de wettelijke definitie toegevoegd om te voorkomen dat een bod wordt toegerekend aan een intermediair (een bank) die aanbiedt of uitnodigt namens een bieder.⁵⁶ Het criterium is niet opgenomen om de wettelijke definitie een beperkte vermogensrechtelijke reikwijdte te geven. Een ruimere interpretatie is ook in overeenstemming met de eerder genoemde doelstellingen van de biedingsregels (sinds hun overheveling naar de Wte 1995 *cum annexis*). Voor zover daartoe onvoldoende ruimte bestaat, is aanpassing van de definitie van het openbaar bod geboden.

In februari 2003 bracht Getronics NV een (gewijzigd) openbaar bod uit op de convertibles Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o.⁵⁷ Op dit bod waren de biedingsregels niet van toepassing, omdat het ging om effecten die door Getronics zelf waren uitgegeven (§ 7.5.1).

Het bod strekte mijns inziens niet tot verwerving van de bedoelde convertibles. Kort gezegd, hield het openbaar bod het volgende in. Indien minder dan 57,5% van het uitstaande obligatiebedrag wordt aangeboden en geaccepteerd, wordt het bod niet gestand gedaan. Indien het bedoelde percentage 57,5% is, ontvangen de desbetreffende convertiblehouders uitsluitend nieuwe aandelen. Indien het bedoelde percentage hoger is, ontvangen de desbetreffende convertiblehouders een combinatie van nieuwe aandelen, een

56 Van Solinge 2001, p. 504

57 Getronics voorlopig prospectus 14 februari 2003^o.

bedrag in contanten en nieuwe convertibles. Naarmate het bedoelde percentage toeneemt, neemt het gedeelte van het bedrag in contanten en in nieuwe convertibles toe.⁵⁸ Het openbaar bod was in civielrechtelijke zin (vergelijk § 4.2) een uitnodiging van Getronics aan haar convertiblehouders om een aanbod te doen tot: (1) het nemen van aandelen; (2) de betaling van geld; en (3) het nemen van nieuwe convertibles.

Het voorlopig prospectus van Getronics is mijns inziens niet eenduidig over de verschaffing van de om te zetten convertibles. Bij gestanddoening van het bod moeten de aangemelde convertibles aan Getronics worden geleverd. Uit de voorwaarden van de convertibles en het prospectus leid ik af dat de levering plaatsvindt door overschrijving van Wge-tegoeden naar de effectenrekening van de *exchange agent*.⁵⁹ Deze levering leidt tot overdracht van de desbetreffende Wge-rechten. Het prospectus stelt verder dat de convertiblehouders door de levering instemmen met de betaling van een inbrengverplichting ter zake van de door hen te ontvangen nieuwe aandelen en dat de desbetreffende vordering wordt verminderd door verrekening met een corresponderend gedeelte van de obligatieaanspraken.⁶⁰ Daarmee geeft het prospectus blijk van twee verschillende benaderingen. De eerste is dat de convertiblehouders hun convertibles (in feite: Wge-rechten) overdragen aan de exchange agent. Deze overdracht zou bedoeld of onbedoeld (gedeeltelijk) als inbreng kunnen gelden. De tweede benadering is dat de convertiblehouders hun obligaties (gedeeltelijk) verrekenen met hun inbrengverplichtingen. Die verrekening is echter niet meer mogelijk, omdat de oorspronkelijke convertiblehouders hun convertibles inmiddels niet meer houden.

Bij de omzetting van de convertibles hoeft mijns inziens geen inbrengverbintenis te ontstaan (§ 5.4.3). Men had kunnen bepalen dat de prestatie van de bestaande convertibles door de gestanddoening van het bod zou worden gewijzigd, in die zin dat op de convertibles een andere prestatie in betaling zou worden gegeven. De convertibles zouden daardoor recht geven op aflossing in nieuwe aandelen, en eventueel op nieuwe convertibles en een geldsom.

Het bedoelde openbaar bod werd in maart 2003 ingetrokken.⁶¹ Het voert te ver om de

58 De waarde van het bod was afhankelijk van het aangemelde percentage, van de koers van het aandeel Getronics en van de waarde van de nieuwe converteerbare obligaties. Zie over de berekening van de bedoelde waarde: J. Verbeek en B. Zevenbergen, 'Getronics-bod laatste redding', *FD* 11 januari 2003; *FD* 14 januari 2003, 'Nevelen rond Getronics'. Zie over het dilemma van de convertiblehouders A.B. Dorsman en R. Liethof, 'Beleggers kunnen beter niet op bod Getronics ingaan', *FD* 20 januari 2003.

59 Getronics voorlopig prospectus 14 februari 2003, p. 33. De convertibles zijn verbonden aan een verzamelbewijs dat is opgenomen in een door Necigef aangehouden girodepot. De obligaties kunnen alleen worden uitgeleverd in de vorm van beperkt overdraagbare rechten. Zie ww. 1 Getronics 1999/2004^o en Getronics 2000/2005^o.

60 Getronics voorlopig prospectus 14 februari 2003, p. 32.

61 Getronics persbericht 27 maart 2003: *Getronics terminates revised invitation to tender*^o.

verwikkelingen rondom de schuldsanering hier te bespreken.⁶² In mei 2003 bereikte Getronics overeenstemming met een deel van de convertiblehouders over een nieuw schuldsaneringsplan. Het plan kwam neer op gedeeltelijke aflossing en wijziging van de resterende obligaties: het conversiebeding kwam te vervallen; de couponrente werd aanzienlijk verhoogd (naar 13%); en de looptijd werd verlengd.⁶³ In juni 2003 werd het plan aangenomen in de avo's van de respectieve obligatieleningen.⁶⁴ In maart 2004 werd het restant van de obligaties afgelost uit de opbrengst van de uitgifte van nieuwe convertibles.⁶⁵

7.5.3 Geen waardering ingebrachte obligaties (artikel 2:94b lid 5 BW)

Inbreng van door andere rechtspersoon uitgegeven converteerbare obligaties – Op inbreng anders dan in geld zijn waarderingsvoorschriften van toepassing, artikelen 2:94b leden 1 en 2 jo 94a BW. Artikel 2:94b lid 5 BW verklaart die regels buiten toepassing voor zover de inbreng bestaat uit aandelen of certificaten van aandelen, daarin converteerbare rechten of winstbewijzen van een andere rechtspersoon, waarop de NV een openbaar bod heeft uitgebracht, mits deze effecten geheel of ten dele zijn opgenomen in de prijscourant van een effectenbeurs of geregeld op de incurante markt worden verhandeld.⁶⁶ Blijkens de MvT is de uitdrukking 'openbaar bod' gebruikt in de betekenis die het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975 daaraan heeft gegeven.⁶⁷ Sinds de codificatie van de in het besluit vervatte biedingsregels, moet ervan worden uitgegaan dat sprake moet zijn van een openbaar bod in de zin van artikel 1 aanhef en onder o Wte 1995.

62 In de financiële pers verschenen vele berichten, zie onder meer: L. Willems en B. Zevenbergen, 'Getronics vast in erfenis oud bestuur', *FD* 27 maart 2003, L. Willems, 'Getronics claimt eindoplossing voor schuldpositie', *FD* 27 mei 2003. Zie verder het proces-verbaal van het verhandelde ter openbare terechtzitting van de OK van 25 maart 2003, *JOR* 2003/109 m nt. M.W. Josephus Jitta (Stichting Aandeelhoudersbelangen Getronics/Getronics NV e.a.).

63 Getronics persbericht 23 mei 2003: *Getronics welcomes bondholders' proposal to amend subordinated convertible bonds due 2004 and 2005*^o; Getronics voorstel wijziging convertiblevoorwaarden 27 mei 2003^o; Getronics concept-trustakte 27 mei 2003^o.

64 Getronics persbericht 10 juni 2003: *Bondholders formally agree to amend terms of subordinated convertible bonds due 2004 and 2005*^o; Getronics persbericht 1 juli 2003: *Getronics' bondholders have been paid EUR 325 million in cash, term sheet for a new credit facility has been agreed*^o.

65 Getronics persbericht 15 oktober 2003: *Getronics successfully completes convertibles bond offer*^o; *FD* 1 april 2004, 'Getronics lost rest problemschuld af' Zie ook Bartjens, 'Getronics lopt (af)', *FD* 16 oktober 2003.

66 Op de incurante markt vindt handel plaats in aandelen die zelden worden verhandeld. De incurante markt wordt verzorgd door drie banken (ABN AMRO, Kempen & Co en de Nationale Investeringsbank). De handel vindt plaats buiten de verantwoordelijkheid van de beurs in Amsterdam.

67 *Kamerstukken II* 1979/1980, 15 304, nr 3, p. 26.

Inbreng van zuivere obligaties – De waarderingsvoorschriften zijn onverkort van toepassing op de inbreng van (onder meer) zuivere obligaties. Zuivere obligaties worden immers niet genoemd in artikel 2 94b lid 5 BW. De beperking van de niet-toepasselijkverklaring hangt wellicht samen met de reikwijdte van de biedingsregels. In deze context is het wonderlijk dat winstbewijzen wel door het artikellid zijn inbegrepen. In de biedingsregels is daartoe geen aanleiding te vinden. Die zijn immers niet toepasselijk bij een openbaar bod op winstbewijzen, omdat daaraan geen (potentiele) zeggenschap is verbonden.

Afgezien van het voorgaande ligt het voor de hand de buitentoepassingverklaring in artikel 2 94b lid 5 BW ook te betrekken op de inbreng van zuivere obligaties, indien men overgaat tot de opheffing van de vrijstelling van de biedingsregels bij een openbaar bod op effecten zonder (potentiele) zeggenschap (§ 7 5 1). Men doet er in dat geval goed aan het bedoelde artikellid aan te passen.

Inbreng van eigen obligaties – Artikel 2 94b lid 5 BW noemt alleen effecten ‘van een andere rechtspersoon’. De waarderingsvoorschriften zijn daarom onverkort van toepassing op de inbreng van effecten die zijn uitgegeven door de NV op wier aandelen moet worden ingebracht. De omzetting van geldschulden in kapitaal behoeft noch direct, noch indirect te worden gewaardeerd (§ 5 4 2). De marktwaarde van om te zetten obligaties is niet indicatief voor hun waarde voor de debitrice. Voor haar is de waarde gelijk aan haar schuld die door de omzetting verdwijnt. De waarderingsvoorschriften zijn daarom niet toepasselijk bij omzetting van schulden. Dat geldt ook indien men de omzetting kwalificeert als inbreng.

Afgezien van het voorgaande ligt het voor de hand om de expliciete buitentoepassingverklaring in artikel 2 94b lid 5 BW ook te betrekken op de omzetting van obligaties in kapitaal indien men overgaat tot de opheffing van de vrijstelling van de biedingsregels bij een openbaar bod op eigen effecten (§ 7 5 1). De wetgever doet er in dat geval goed aan het bedoelde artikellid aan te passen.

Indicatie waarde obligaties – Artikel 2 94b lid 5 BW stelt de cumulatieve eisen dat op de in te brengen effecten een openbaar bod is uitgebracht én dat zij beursgenoteerd zijn of geregeld verhandeld worden. Volgens de MvT is de gedachte dat er naast het uit te brengen biedingsbericht geen behoefte meer is aan de waarderingsvoorschriften. Van Solinge en Nieuwe Weme voegen daaraan toe dat de beurskoers van de in te brengen effecten een voldoende indicatie geeft van hun waarde.⁶⁸ Hetzelfde geldt voor de marktwaarde van effecten die niet aan een beurs zijn genoteerd, maar geregeld worden verhandeld.

68 Van Solinge en Nieuwe Weme 1999, p. 324

7.5.4 Geen toerekening van converteerbare obligaties aan verplicht bieden

Verplicht bod – Het tweede kabinet-Kok uitte al het voornemen om een verplichtbodregeling in te voeren. Dat blijkt indirect uit het consultatiedocument ‘Invoering verplicht openbaar bod in Nederland’ dat op 30 januari 2002 is gepubliceerd door de Ministers van Financiën, Economische Zaken en Justitie.⁶⁹ Inmiddels noopt de implementatie van artikel 16 van de op 21 april 2004 aangenomen Dertiende Richtlijn tot invoering van een regeling.⁷⁰

Ratio verplichtbodregeling – Een verplichtbodregeling verplicht een aandeelhouder tot een openbaar bod op alle aandelen in het kapitaal van de vennootschap waarover hij de controle verwerft. De ratio daarvan is dat aandeelhouders een uittredingsmogelijkheid hebben, indien hun vennootschap (in zekere mate) door één partij wordt gecontroleerd.⁷¹

Meetellen converteerbare obligaties bij controlecriterium – Bij het ontwerpen van een regeling zal men het begrip ‘controle’ moeten definiëren. Nieuwe Weme noemt daarbij drie mogelijkheden. Een van die mogelijkheden is om de biedplicht te koppelen aan verwerving van een bepaald percentage van de stemrechten, dan wel een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal (biedgrens). Indien men voor dit criterium kiest, is het de vraag of rechten op aandelen – zoals converteerbare obligaties – moeten meetellen bij de berekening van het percentage.⁷²

Omdat aan rechten op aandelen geen zeggenschap is verbonden, kan men er geen rechtstreekse controle mee uitoefenen. Niettemin bepleit men in enkele reacties op het consultatiedocument rechten op aandelen mee te wegen. Men hanteert daarbij het argument dat de rechten een disciplinerende werking hebben jegens het bestuur en dat daarvan misbruik kan worden gemaakt.

Hijmans van den Bergh en Van Solinge en Nieuwe Weme zijn van mening dat rechten op aandelen, zoals converteerbare obligaties, opties en warrants en andere afgeleide producten, niet moeten meetellen.⁷³ Ik ben het met hen eens dat op het moment van verkrijging niet duidelijk is of, en zo ja wanneer, de rechten op aandelen kunnen worden uitgeoefend of geconverteerd. Daaraan voeg ik toe dat zelfs wanneer duidelijk is of en wanneer *kan* worden geconverteerd, nog niet duidelijk is of daadwerkelijk *zal* worden geconverteerd.

69 Nieuwe Weme 2002, p. 207.

70 Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *PbEG* 2004, L 142/12-23.

71 Zie uitgebreid Nieuwe Weme 2004, hoofdstuk 2

72 Nieuwe Weme 2002, p. 209.

73 Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2000, p. 57; Nieuwe Weme 2004, § 7.4.3 onder h

Hijmans van den Bergh en Van Solinge hanteren als tweede argument tegen meetellen dat rechten op aandelen kunnen zijn uitgegeven door anderen dan de vennootschap, zonder dat de vennootschap daarvan weet had. Hun gedachte is kennelijk dat alleen de door de vennootschap aangegane verplichtingen op de biedplichtige zouden kunnen drukken. Dit argument snijdt geen hout. Indien de verwerving van rechten op aandelen zou leiden tot meer controle – en aldus een biedplicht (mede) zou rechtvaardigen – geldt dat net zo goed voor rechten op aandelen die door anderen dan de vennootschap zijn verleend. Het argument geldt wel bij de beargumentering van de verplichte uitbreiding tot converteerbare obligaties van een openbaar bod op aandelen, zie de volgende paragraaf.

Indien een biedplicht met een controlecriterium wordt ingevoerd, moeten converteerbare obligaties en andere rechten op aandelen niet bijdragen aan het bereiken van een biedgrens. Met converteerbare obligaties kan geen rechtstreekse controle worden uitgeoefend en het staat niet vast dat conversie plaats zal vinden.⁷⁴ De disciplinerende werking die van converteerbare obligaties uitgaat, is te indirect om deze als controle aan te merken.⁷⁵ Bovendien laat een diffuse categorie als deze zich niet vatten in een eenduidige formulering. Men zou bijvoorbeeld ook rekening moeten houden met rechten op aandelen die door de verplichteieder zijn verleend en die hem bij uitoefening *onder* de biedgrens brengen. En wat te denken van omgekeerd, voorwaardelijke of verplicht converteerbare rechten?

Engels recht – De verkrijging van converteerbare effecten, warrants en opties leidt in het Verenigd Koninkrijk in het algemeen niet tot een biedplicht. De uitoefening van conversie- of inschrijfrechten of opties wordt echter beschouwd als de verkrijging van aandelen. De conversie van obligaties leidt daarom wel tot een biedplicht, indien de biedgrens daarmee wordt overschreden, Note 11 bij Rule 9.1 City Code.⁷⁶

7.5.5 *Uitbreiding van openbaar bod tot converteerbare obligaties*

Een andere vraag is of eenieder op de aandelen in de conversievennootschap (zou) moet(en) worden verplicht tot uitbreiding van een vrijwillig (of verplicht) bod op aandelen tot een bod op rechten op die aandelen, zoals converteerbare obligaties, opties en warrants (hierna: uitgebreid bod).

Een dergelijke verplichting lijkt mij gewenst, in ieder geval met betrekking tot convertibles. De houders daarvan zou een exit-mogelijkheid geboden moeten wor-

⁷⁴ Zie ook Van der Staay 1993, p. 178.

⁷⁵ Kennelijk anders Van Olfen 2000, p. 39.

⁷⁶ Zie ook Wood 1995, § 9-12, Nieuwe Weme 2004, § 7.4.3 onder h.

den, die aansluit bij die van aandeelhouders.⁷⁷ Dat past in de ratio van een verplichtbodregeling.⁷⁸

Hijmans van den Bergh en Van Solinge en Nieuwe Weme zijn tegen een verplichting tot een uitgebreid bod en stellen dat de desbetreffende wettelijke regeling gecompliceerd zou worden en dat het bovendien gebruikelijk is om in de voorwaarden van de bedoelde effecten een contractuele regeling te treffen voor openbare biedingen.⁷⁹ Zij hebben het oog op de reorganisatieclausule (§ 7.4).

Een regeling hoeft naar mijn idee niet ingewikkeld te zijn. Inspiratie valt te ontfanen aan het Engelse recht. Rule 15 (a) van de City Code schrijft voor hoe de houders van door de doelwitvennootschap uitgegeven convertibles moeten worden behandeld.

*When an offer is made for equity share capital and the offeree company has convertible securities outstanding, the offeror must make an appropriate offer or proposal to the stockholders to ensure that their interests are safeguarded. Equality of treatment is required.*⁸⁰

Een Nederlandse regeling hoeft hiervan niet (veel) af te wijken. Aan houders van converteerbare obligaties zou in beginsel een passend bod of voorstel moeten worden gedaan. Wat passend is, hangt af van de omstandigheden, zoals de vormgeving van de converteerbare obligaties en de speculatiewaarde van het conversierecht (§ 3.8.3). Een passend voorstel zou achterwege kunnen blijven, indien de belangen van de obligatiehouders voldoende worden gewaarborgd door de (gebruikelijke) reorganisatieclausule of een andere regeling (§ 7.4).

In navolging van de Note on Rule 15 van de City Code zou de bieder ook verplicht kunnen worden de houders van converteerbare obligaties op dezelfde manier te informeren als de aandeelhouders. De bedoelde Note luidt als volgt.

When conversion rights etc. are exercisable during an offer.

All relevant documents issued to shareholders of the offeree company in connection with an offer must also, where practicable, be issued simultaneously to the holders of securities convertible into, rights to subscribe for and options over shares of the same class as those to which the offer relates. If those holders are able to exercise their rights during the course of the offer and to accept the offer in respect of the resulting shares, their attention should be drawn to this in the documents

77 Voor Belgisch recht Benoît-Moury en Croes 2000, p. 49-50.

78 Aldus Van Olffen 2000, p. 43, over de ratio van de (destijds voorgestelde) Dertiende Richtlijn.

79 Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2000, p. 63, Nieuwe Weme 2004, § 9 5.1 onder b.

80 Zie Goulding 2000, p. 98, over Rule 15

Overigens zou een regeling alleen toepasselijk moeten zijn op converteerbare obligaties waarbij de conversievennootschap partij is. (In zoverre is de betrokkenheid van de conversievennootschap hier relevant; vergelijk het in de vorige paragraaf genoemde argument van Hijmans van den Bergh en Van Solinge.) Men raakt tot een bod verplicht vanwege de verwerving van een zekere mate van controle over de doelwitvennootschap. Het is logisch om alleen de door de doelwitvennootschap verleende rechten 'toe te rekenen' aan de bieder. Het is niet rechtvaardig een bieder te belasten met verbintenissen die zijn aangegaan door derden.

Contractuele en vrijwillige oplossingen – Wood suggereert de versterking van de positie van de obligatiehouders door een obligatievoorwaarde die vaststelt dat hun uitsluiting van een openbaar bod een event of default is (§ 6.3.2).⁸¹ Een andere mogelijkheid is de obligatievoorwaarde waarin de conversievennootschap zich verbindt te bejiveren dat een bod gedurende een zekere biedperiode wordt uitgebreid tot de converteerbare obligaties, of tot de conversieaandelen die worden uitgegeven bij conversie.⁸²

Het bod kan ook vrijwillig worden uitgebreid, al dan niet op instigatie van of door de conversievennootschap op wier aandelen wordt geboden.

Op 23 maart 1998 bracht DSM NV een openbaar bod uit op de aandelen Gist-brocades NV en bracht die doelwitvennootschap gelijktijdig een bod uit op de door haar uitgegeven converteerbare obligaties. Daarbij kondigden beide NV's het voornemen aan om, conform de voorwaarden van de desbetreffende trustakte, de conversieaandelen te vervangen (§ 7.4). Zij gaven te kennen de convertiblehouders niettemin een alternatief te willen bieden.⁸³

7.5.6 *Squeeze-out en sell-out*

Een *squeeze-out* en een *sell-out* kunnen volgen op een geslaagd openbaar bod waarbij de meeste, maar niet alle aandelen in de doelwitvennootschap zijn verkregen.⁸⁴

Een *squeeze-out*-regeling stelt de houder van een nader bepaalde meerderheid in staat om een minderheidsaandeelhouder te dwingen zijn aandelen aan hem over te dragen. Nederland kent een *squeeze-out*-regeling in de wettelijke uitkoopregeling.⁸⁵ De uitkoopregeling geldt niet alleen in de context van een openbaar bod. Artikel 15

81 Wood 1995, § 9-20.

82 Bijvoorbeeld: vw. 8 c Draka 2002/2007; vw. 8 c Wolters Kluwer 2001/2006^o.

83 Gist-brocades biedingsbericht 23 maart 1998^o, p. 15.

84 De Sections 428-430F van de Engelse *Companies Act 1985* bevatten zowel een *squeeze-out*-, als een *sell-out*-regeling bij openbare biedingen. Zie daarover Goulding 2000, p. 96-98.

85 Zie Van Solinge en Nieuwe Weme 1999, p. 324, over de uitkoopregeling als sluitstuk van een openbaar bod.

van de Dertiende Richtlijn noopt tot aanpassing van de huidige uitkoopregeling.⁸⁶ In § 7.2 constateerde ik dat houders van converteerbare obligaties niet kunnen worden uitgekocht en dat converteerbare obligaties niet meewegen bij de toetsing aan het 95%-criterium van artikel 2:92a BW.

Een sell-out-regeling stelt de minderheidsaandeelhouder in staat de houder van een nader bepaalde meerderheid te dwingen zijn aandelen aan te nemen. De Nederlandse wet kent geen sell-out-regeling bij de beursvennootschap. De implementatie van artikel 16 van de Dertiende Richtlijn noopt echter tot invoering van een regeling.⁸⁷ Naar mijn mening zouden converteerbare obligaties in de toekomstige regeling niet mee moeten wegen bij de berekening van de meerderheid die tot een sell-out kan worden gedwongen. Ik wijs erop dat het meewegen van converteerbare obligaties na een geslaagd bod op de conversieaandelen alleen aan de orde is, voor zover zij niet zijn gewijzigd door een reorganisatieclausule (§ 7.4) en voor zover zij niet door de bieder zijn verkregen vanwege een eventueel verplicht uitgebreid bod (§ 7.5.5).

86 Vgl. Hermans 2002, p. 498-503.

87 Vgl. Hermans 2002, p. 503. De commissie Winter heeft de Europese Commissie eerder aanbevolen om de EU-lidstaten te verplichten een bij overnames geldende sell-out-regeling in te voeren. Zie het *Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Brussel 10 januari 2002, hoofdstuk III, § 3.2, voor rechtvaardigingsgronden.

‘Vermoeden is minder dan weten, maar het is daarom toch van waarde, want het leidt vaak tot het weten. De resultaten van menig wetenschappelijk onderzoek zijn *vermoed*, vóór zij zijn *geweten*.’¹

Bevindingen

Regelend verbintenissenrecht versus dwingend vennootschapsrecht – Vanwege het open systeem van het verbintenissenrecht, kunnen partijen aan een obligatoire geldverbintenis in beginsel naar believen vorm en inhoud geven. Dit blijkt uit de variëteit van mogelijke modaliteiten van obligaties (zie vooral de hoofdstukken 1, 3, 6 en 7). De bedoelde vrijheid is echter begrensd, indien men overeenkomt dat obligaties converteerbaar zijn in aandelen in het kapitaal van een vennootschap. Een conversiebeding brengt partijen namelijk in aanraking met het bijzondere, meer gesloten, deels dwingende systeem van het vennootschapsrecht (zie vooral de hoofdstukken 2, 4 en 5). Dit geldt vooral voor conversie van obligaties in nieuwe aandelen, omdat die gepaard gaat met uitgifte van aandelen. Toch is het vennootschapsrecht bij conversie in nieuwe aandelen minder dwingend dan wel wordt aangenomen (zie hieronder, *Kapitaalbescherming bij omzetting van schuld in eigen vermogen*).

Kapitaalbescherming bij omzetting van schuld in eigen vermogen – De ondertitel van dit proefschrift luidt ‘Omzetting van schuld in eigen vermogen’. Bij die omzetting gaat in geld luidende schuld van de uitgevende vennootschap teniet en ontstaat eigen vermogen (kapitaal en eventueel agio). Met andere woorden: vorderingen van schuldeisers van de vennootschap worden omgezet in aandelen. Omzetting vindt plaats krachtens wilsovereenstemming tussen schuldeisers en vennootschap. Conversie in nieuwe aandelen is omzetting krachtens een eerder gemaakte afspraak, die is neergelegd in een conversiebeding. Overigens is conversie in bestaande aandelen ook mogelijk; die conversie is echter geen omzetting. Omdat bij omzetting aandelen worden uitgegeven, spelen twee kapitaalbeschermingsrechtelijke thema’s een rol.

Het eerste thema betreft de controverse over de vraag of omzetting van ondergevalueerde geldvorderingen is beperkt tot hun marktwaarde op het moment van omzetting, of dat omzetting zich uitstrekt tot hun hogere nominale waarde (§ 5.4.2). Ondergevalueerde vorderingen hebben een marktwaarde die lager is dan hun nominale waarde. Indien men omzetting beperkt zou achten tot de marktwaarde, ligt het voor de hand om de artikelen 2:94b leden 1 en 2 j° 94a leden 1 en 2 BW toe te passen. De marktwaarde zou immers vastgesteld moeten worden aan de hand van een

1 C A Prinsen, De Burgemeester (diss. Groningen), Tilburg: W. Bergmans 1946 (in 1958 bewerkt en in 1969 opnieuw aangevuld door C.N.M. Kortmann), p. 177.

beschrijving, waardering en accountantsverklaring van de om te zetten vorderingen (hierna directe waardering) Een andere methode zou zijn om de prestatie te waarderen die is verricht bij het ontstaan van een om te zetten geldschuld (hierna indirecte waardering)

De omzetting van vorderingen is echter niet beperkt tot hun marktwaarde De reden daarvoor is dat het eigen vermogen van de NV (als saldogpost van activa en passiva) toeneemt met de nominale waarde van de schuld die wordt omgezet Om die reden is directe waardering van om te zetten vorderingen overbodig en behoeven de bedoelde wetsbepalingen niet te worden toegepast Ook indirecte waardering is overbodig De waarderingsvoorschriften hebben vooral een bewijsrechtelijke betekenis Buiten hun toepasselijkheid kan men vrijwillig (indirect) waarderen of kan de waarde van de inbreng betwist worden Een bijkomend argument om het bedoelde kapitaalbeschermingsrecht hier buiten toepassing te laten, is dat het vennootschappelijke vermogen reeds benadeeld wordt op het moment van ontstaan van een vordering zonder een toereikende tegenprestatie, dat wil zeggen ook zonder dat de bedoelde vordering vervolgens in kapitaal wordt omgezet

Het tweede thema betreft artikel 2 80 lid 1 BW, dat bij uitgifte van aandelen in beginsel verplicht tot inbreng (§ 5 4 3) Inbreng is betaling aan de NV van geld (storting in geld) of goederen (inbreng in natura) Het is algemeen aanvaard dat artikel 2 80 BW niet altijd verplicht tot inbreng Dit volgt reeds uit de mogelijkheid dat inbrengverbintenissen teniet kunnen gaan anders dan door nakoming Uit artikel 2 80 lid 4 BW volgt dat de vennootschap haar inbrengvordering, al dan niet contractueel, kan verrekenen met haar schuld De inbrengverbintenis kan in beginsel tenietgaan op de wijzen waarin het vermogensrecht voorziet voor het tenietgaan van verbintenissen in het algemeen Voorwaarde is slechts dat daarbij een prestatie wordt verricht, waarvan de financieel-economische waarde gelijk is aan of groter is dan het in te brengen bedrag Bij omzetting van eigen vermogen in kapitaal (bonusaandelen, stockdividenden, superdividend en herkapitalisatie) wordt ook niet ingebracht Voor zover bij de laatstbedoelde omzetting al een inbrengverbintenis ontstaat, kan die anders dan door nakoming tenietgaan De zin van een inbrengverbintenis is daarom betrekkelijk Mijs inziens ontstaat bij omzetting van schuld in eigen vermogen geen inbrengverbintenis, althans voor zover de om te zetten schuld niet kleiner is dan het nieuwe eigen vermogen

De ratio van artikel 2 80 lid 1 BW noopt niet tot het ontstaan van een inbrengverbintenis bij omzetting van schuld in eigen vermogen Die ratio is het vereiste van vermogensaanwas het vennootschappelijke vermogen dient toe te nemen met een waarde die gelijk is aan het in geld uitgedrukte nieuwe kapitaal en het eventueel daarbij overeengekomen agio Inbreng bewerkstelligt die toename in absolute zin Men kan spreken van *actieve vermogensaanwas* de actieve vermogensbestanddelen van de NV vermeerderen Bij omzetting van schuld in eigen vermogen wordt niet ingebracht Toch neemt het vermogen van de NV als saldogpost van activa en passiva toe Door omzetting gaat immers schuld teniet Men kan spreken van *passieve vermogensaanwas* de passieve vermogensbestanddelen van de NV verminderen

Analyse conversie – De conversie van obligaties in nieuwe aandelen kan worden ontleed in een aantal verbintenisrechtelijke en vennootschapsrechtelijke componenten.

Aan conversie ligt, naast de obligatielening zelf, een overeenkomst ten grondslag. De inwerkingtreding van de onderliggende overeenkomst wordt verklaard door de verbintenisrechtelijke vormgeving van het conversiebeding, zie hieronder.

De onderliggende overeenkomst strekt niet alleen tot beëindiging van een geldverbintenis, maar tevens tot verschaffing van nieuwe aandelen. Beide rechtsgevolgen kunnen worden verklaard met de figuur van de facultatieve verbintenis (§ 5.2.4). Vóór conversie verplicht de obligatieverbintenis tot betaling van een geldsom. Na conversie verplicht zij tot uitgifte van aandelen. Het laatste betekent dat de onderliggende overeenkomst (tevens) een uitgifteovereenkomst is (§ 2.3). Voor de rechtsgeldigheid daarvan is vereist dat het conversiebeding de juiste vennootschapsrechtelijke vorm heeft, zie hieronder.

Ondanks de wijziging van de geldverbintenis in een uitgifteverbintenis kan haar identiteit behouden blijven (§ 5.5). Haar identiteit gaat echter verloren op het moment van uitgifte. De reden daarvoor is dat de verbintenis tenietgaat door die uitgifte en op hetzelfde moment aandelen ontstaan die worden beheerst door een vennootschapsrechtelijk regime (§ 2.2).

Verbintenisrechtelijke vormgeving van conversiebeding – Anders dan bij verandering van een geldverbintenis krachtens nieuwe wilsovereenstemming, ligt conversie besloten in een conversiebeding. De inwerkingtreding van de conversie kan resulteren in de opeisbaarheid van de verbintenis tot verschaffing van conversieaandelen. Dat wordt bereikt door het conversiebeding vorm te geven als een recht uit een optieovereenkomst, een recht onder voorwaarde of tijdsbepaling of de actiefzijde van een facultatieve verbintenis (§ 5.2). In die gevallen is voor conversie geen nieuwe wilsovereenstemming nodig.

Bij een juiste verbintenisrechtelijke vormgeving van het beding tot conversie in *bestaande* aandelen, bewerkstelligt inwerkingtreding van de conversie een opeisbare verbintenis tot verschaffing van conversieaandelen. Voor de overdracht moet dan nog worden voldaan aan de overige vereisten van artikel 3:84 lid 1 BW. Levering bij voorbaat van de conversieaandelen is mogelijk, artikel 3:97 lid 1 BW.

Vennootschapsrechtelijke vormgeving van conversiebeding – Indien aan het conversiebeding rechtsgeldige besluitvorming ten grondslag ligt, is de converteerbare obligatie de actiefzijde van een verbintenis tot uitgifte van aandelen. Dergelijke verbintenissen vallen onder de reikwijdte van de artikelen 2:96 lid 5 en 96a lid 8 BW (§ 5.3). Die reikwijdte is niet beperkt tot obligaties die converteerbaar zijn door de uitoefening van een wilsrecht van de obligatiehouder. Zij strekt zich ook uit tot obligaties die converteerbaar zijn door de uitoefening van een wilsrecht van de debitrice/conversievennootschap, de vervulling van een voorwaarde of de vervulling van een tijdsbepaling.

Indien aan de uitgifte van de converteerbare obligatie een rechtsgeldig uitgiftebesluit ten grondslag ligt, kan de inwerkingtreding van conversie onmiddellijk tot uitgifte leiden (mits het conversiebeding ook de juiste verbintenismatige vorm heeft). In dat geval raakt het vennootschapsrechtelijke regime onmiddellijk toepasselijk op de in de converteerbare obligatielening vervatte uitgifteovereenkomst, de conversieaandelen en het desbetreffende aandeelhouderschap.

Vennootschapsrechtelijke ongeldigheid uitgifte – Het beding tot conversie in nieuwe aandelen is ongeldig vanuit vennootschapsrechtelijk oogpunt, indien daaraan geen rechtsgeldig vennootschappelijk besluit ten grondslag ligt. Dat is het geval indien in het geheel geen uitgiftebesluit is genomen (§ 4:3), het uitgiftebesluit nietig is, of het uitgiftebesluit vernietigd is. Van nietigheid is sprake indien bij het uitgiftebesluit wettelijke of statutaire voorkeursrechten niet in acht zijn genomen (§ 4:4), de grens van het maatschappelijke kapitaal is overschreden (§ 4:5), een statutaire uitgifteblokkering wordt veronachtzaamd (§ 4:6).

Indien een rechtsgeldig uitgiftebesluit ontbreekt, leidt conversie in beginsel niet tot uitgifte van conversieaandelen (§ 2:36). Niettemin genieten aspirant-aandeelhouders en derden onder omstandigheden bescherming tegen het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit (§ 2:37). Die bescherming wordt in voorkomende gevallen ontleend aan de artikelen 2:16 lid 2 en 3:36 BW. Het in artikel 2:130 lid 3 BW neergelegde richtlijnstelsel kan echter niet worden betrokken op het ontbreken van een rechtsgeldig uitgiftebesluit. Het rechtsgeldige uitgiftebesluit is namelijk niet een voorwaarde voor de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur, maar voor de rechtsbevoegdheid van de vennootschap ter zake van de uitgifte van aandelen (§ 2:36).

Kwalificatie van enkele conversievormen

Conversie van convertibles (§ 5:6) – De heersende opvatting is dat conversie van convertibles gepaard gaat met verrekening van obligatie en inbrengverplichting. Deze opvatting is te begrijpen indien men ervan uitgaat dat bij omzetting van schuld in eigen vermogen een wettelijke inbrengverbintenis ontstaat. Bij omzetting van schuld in eigen vermogen ontstaat mijns inziens echter geen wettelijke inbrengverbintenis. De verrekeningsfiguur is daarom hier onjuist. Voor zover bij conversie een contractuele inbrengverbintenis zou ontstaan, is de verrekeningsfiguur onnodig complex.

Voor zover bij conversie in nieuwe aandelen wel een wettelijke inbrengverbintenis zou ontstaan, valt in algemene zin het volgende op te merken. Het volstaat niet te denken dat een inbreng op conversieaandelen bij voorbaat geschiedt door storting op de bedoelde obligaties. Voor conversie moet de storting kunnen worden geduid als de verschaffing van een geldsom. Indien conversie uitblijft, moet die geldsom kunnen worden geduid als een algemeen vermogensrechtelijke schuld. Dat betekent dat nog steeds verklaard moet worden hoe het karakter van de geldsom bij conversie wijzigt.

in vennootschappelijk eigen vermogen. De gedachte dat een betaling eerst na verloop van tijd dient te worden beschouwd als eigen vermogen, heeft op zichzelf geen kwalificerende betekenis.

De conversie van convertibles is beter te kwalificeren met behulp van de figuur van de facultatieve verbintenis. In die visie is de convertible de actiefzijde van een facultatieve verbintenis, waarvan het primaire voorwerp (een geldsom) wordt gewijzigd in een subsidiaire prestatie (een hoeveelheid nieuwe aandelen). De facultatieve verbintenis geeft een samenhangende verklaring van het einde van het geldelijke karakter van convertibles en het daarvoor in de plaats treden van een opeisbare verbintenis tot verschaffing van aandelen. Daarbij komt dat de facultatieve verbintenis ook geschikt is voor de kwalificatie van conversie in bestaande aandelen, zoals de conversie van reverse exchangeables.

De facultatieve verbintenis is ook een geschikte figuur indien bij conversie toch een wettelijke inbrengverbintenis zou ontstaan. Die verbintenis kan namelijk anders dan over het algemeen wordt aangenomen – niet slechts door nakoming of verrekening tenietgaan. De conversievennootschap kan afstand doen van haar recht op inbreng. Met het oog op de onaantastbaarheid van de inbrengverbintenis is daarbij voorwaarde dat die afstand geschiedt om voldoende baat. De baat bestaat *in casu* in het einde van een geconverteerde convertibleschuld.

Indien convertibles onder trustverband worden uitgegeven, deponeert men over het algemeen aandeelbewijzen, certificaatbewijzen en bewijzen van inschrijving in het aandeelhoudersregister bij de trustee. Verder machtigt men de trustee meestal tot uitgifte van conversieaandelen. Met de bedoelde handelingen lijkt men zeker te willen stellen dat de conversievennootschap aan haar conversieverplichtingen zal (kunnen) voldoen. Deze handelingen hebben echter vooral praktische betekenis en slechts een betrekkelijke juridische betekenis.

Conversie van reverse exchangeables (§ 5.7) – De facultatieve verbintenis is de meest geschikte figuur om de conversie van reverse exchangeables te kwalificeren. In die visie is een reverse exchangeable de actiefzijde van een facultatieve verbintenis waarvan het primaire voorwerp (een geldsom) wordt gewijzigd in een subsidiaire prestatie (een hoeveelheid bestaande aandelen).

Complexe driehoeksconversie (§ 5.8) – Bij complexe driehoeksconversie worden obligaties geconverteerd in nieuwe (certificaten van) aandelen in het kapitaal van een andere rechtspersoon dan de debitrice. De derde-conversievennootschap. Een complex converteerbare obligatielening is een meerpartijenovereenkomst tussen debitrice, derde-conversievennootschap en de afzonderlijke obligatiehouders.

Bij complexe driehoeksconversie ontstaat alleen geen inbrengverbintenis indien de converteerbare obligatielening voorziet in een hulpvordering van de debitrice op de conversievennootschap. Die hulpvordering zou moeten eindigen in geval van conversie. Dat zou het vermogen van de derde-conversievennootschap doen toenemen (passieve vermogensaanwas). Voor zover een hulpvordering ontbreekt, ontstaat wel

een inbrengverplichting. Deze kan door de debitrice worden nagekomen voor de obligatiehouder.

Voor zover geen inbrengverbintenis ontstaat, is de in de schaarse literatuur voorgestane kwalificatie als contractuele driehoeksverrekening onjuist. Voor zover wel een inbrengverbintenis ontstaat is de bedoelde kwalificatie onnodig complex. Beter is de kwalificatie als een combinatie van schuldoverneming en de wijziging van de prestatie van een facultatieve verbintenis. In die visie leidt conversie door schuldoverneming tot een vervanging van de debitrice door de derde-conversievennootschap. Gelijktijdig wordt de primaire prestatie van de obligatie (een geldsom) gewijzigd in een subsidiaire prestatie (een hoeveelheid nieuwe aandelen).

Conversie in certificaten van aandelen (§ 5.9) – Bij de hier bedoelde conversie worden obligaties geconverteerd in nieuwe, bewilligde certificaten van nieuwe aandelen. De hier bedoelde converteerbare obligatielening is over het algemeen een meerpartijenovereenkomst tussen de debitrice/conversievennootschap, het AK en de afzonderlijke obligatiehouders.

Bij deze conversie ontstaat geen wettelijke inbrengverbintenis. Om deze reden zijn onjuist de kwalificaties als contractuele driehoeksverrekening en als inbreng van obligaties op de uit te geven aandelen. Voor zover wel een inbrengverbintenis zou ontstaan, zijn de kwalificaties onnodig complex. Beter is de kwalificatie als een combinatie van schuldoverneming en de wijziging van de prestatie van een facultatieve verbintenis. In deze visie leidt conversie door schuldoverneming tot een vervanging van de debitrice door het AK. Gelijktijdig wordt de primaire prestatie van de obligatie (een geldsom) gewijzigd in een subsidiaire prestatie (een hoeveelheid nieuwe certificaten).

SUMMARY

Subject of research

The subject of this study is bonds that can be converted into the shares of a company. Convertible bonds form a diverse group of securities. They are usually issued for the purpose of financing companies. In practice, many different modalities are used. They may involve conversion into existing shares or into new shares. Conversion into depositary receipts for shares is also an option. Another distinction is based on whether bonds are converted into shares of the issuer of the bonds or into shares of a third-party company.

The types of bond most frequently issued in the Netherlands are the classical *convertibles* and the more modern *reverse exchangeables*. The convertible bondholder can convert his bond into new shares in the capital of the issuing company. In the case of reverse exchangeables the issuer, usually a bank, can convert the bonds into existing shares in the capital of a third-party company, usually a listed company. In both cases conversion takes place at prices that are agreed in advance and in principle fixed.

The study focuses on convertibles and reverse exchangeables that are listed on the stock exchange and/or can be converted into shares of publicly quoted companies. Nevertheless, a large part of the study also relates to convertible bonds which are issued and traded within a circle of professional investors. A smaller part of the study also relates to private convertible loans.

Approach

Convertible bonds constitute a category of securities lying between pure – in other words non-convertible – bonds and shares. It is important to know what the object is prior to conversion and what it is after conversion, for example for the purposes of the characterization of the conversion clause and conversion in chapter 5. Chapters 1 and 2 therefore explored the essence of pure bonds and shares, highlighting the similarities and differences between the two types of securities, between the positions of the owners of these types of securities and the position of the institutions that issue them.

In chapter 3 the functions and forms of convertible bonds were described to give a practical insight into the diversity of convertible bonds in the Netherlands and how they are used as financial instruments. Some variants and aspects were taken from

the Anglo-American practice or literature. The chapter also described several financial instruments akin to convertible bonds, such as convertible shares, warrants and so-called *participaties* (contractual claims derived from the articles of association of a company).

Chapter 4 discussed the creation of convertible bonds through their issue. The emphasis in this chapter was on the company-law aspects of the issuing of bonds convertible into new shares.

Chapter 5 showed that the characterization of the conversion clause and of conversion are related. After formulating the theory, the discussion of how to characterize conversion clauses and conversion focused on the most important forms of conversion. The emphasis was again on conversion into new shares.

In chapter 6 there was a discussion of three methods by which convertible bonds can be cancelled (other than through conversion). These are redemption, recall and purchase. The chapter also considered other topics relating to the end of convertible bonds through conversion.

Chapter 7 related to events and actions by the issuing institution. It showed that these external influences can affect the value of convertible bonds and that bondholders are (or can be) protected against them.

The study was concluded on 31 December 2003. In a few cases more recent case law, literature or developments have been incorporated.

Findings

Regulatory law of obligations versus mandatory company law – Because the law of obligations is an open system parties are in principle free to give form and content to a monetary obligation as they see fit. This is also apparent from the variety of possible modalities of bonds (see in particular chapters 1, 3, 6 and 7). This freedom is limited, however, if the parties agree that bonds are convertible into shares in the capital of a company, since a conversion clause brings the parties into the sphere of the specific, more closed and partially mandatory system of company law (see especially chapters 2, 4 and 5). This applies in particular for the conversion of bonds into new shares, since that is accompanied by the issue of shares. Nevertheless, company law is less mandatory than is often believed in the case of conversion into new shares (see below, *Capital protection on conversion of debt into equity capital*).

Capital protection on conversion of debt into equity capital – The subtitle of this thesis is ‘Conversion of debt into shareholders’ equity’. On conversion a monetary debt of the issuing company is cancelled and shareholders’ equity (capital and possibly share premium) is created. In other words, monetary claims of creditors of the company are converted into shares. The actual conversion can take place by virtue of a new consensus *ad idem* between creditors and the company or, in the case of bonds

convertible into new shares, by virtue of a prior agreement, the terms of which are laid down in a conversion clause. Bonds can in fact also be converted into existing shares. If for the purposes of conversion new shares are issued there are two relevant themes relating to the legal protection of capital.

The first theme concerns the controversy over whether monetary claims that have been devalued can only be converted at their market value at the time of conversion or whether conversion extends to their higher nominal value (§ 5.4.2). The market value of devalued claims is lower than their nominal value. If conversion is felt to be limited to the market value it seems obvious that Section 2:94b(1) and (2) in conjunction with Section 94a(1) and (2) of the Netherlands Civil Code would apply. After all, the market value would have to be fixed on the basis of a description, valuation and auditor's statement with respect to the claims to be converted (further referred to as: direct valuation). Another method would be to establish a value for the consideration that is provided at the time of the creation of the debt that is to be converted (further referred to as: indirect valuation).

However, the conversion of devalued claims is not limited to their market value. The reason for this is that the shareholders' equity of the public company (as a balancing item of assets and liabilities) increases by the nominal value of the debt that is converted. For this reason direct valuation of claims to be converted is superfluous and the legal provisions referred to above do not need to be applied. Indirect valuation is also unnecessary. The rules of valuation have mainly an evidentiary significance. Even if they are not applicable the claims can be (indirectly) valued or the value of the contribution can be disputed. An additional argument for not applying this law for the protection of capital is that the company's capital is already prejudiced as soon as a claim is created without adequate consideration; in other words, even if the claim concerned is not subsequently converted into capital.

The second theme concerns Section 2:80(1) of the Netherlands Civil Code, which in principle requires that shares are issued against contribution (§ 5.4.3) to the public company of money (contribution in money) or goods (contribution in kind). It is generally accepted that Section 2:80 of the Netherlands Civil Code does not always require contribution. This already follows from the possibility that the contribution obligation can be discharged otherwise than by compliance. The obligation can be discharged in the same ways that the law of property provides for the discharge of obligations in general. The only condition is that consideration is provided whose financial or economic value is equal to or greater than the amount to be contributed. It follows from Section 2:80(4) of the Netherlands Civil Code that the company can set off its claim to contribution against its debt, by contract or otherwise. There is also no contribution in the case of conversion of shareholder's equity into capital (bonus shares, stock dividends, super dividends and re-capitalization). In so far as there is an obligation to pay contribution in the latter cases it can be discharged otherwise than through compliance. There is then relatively little point to a contribution obligation.

The conversion of debt into shareholders' equity does not create an obligation to pay a contribution, at least in so far as the debt to be converted is not smaller than the

new equity capital The rationale of Section 2 80(1) of the Netherlands Civil Code does not require the existence of a contribution obligation That rationale is the requirement of capital growth the company's capital must increase by an amount equal to the monetary value of the new capital and any share premium that has been agreed Contribution brings about this increase in absolute terms One can speak of *active capital growth* the assets of the public company increase There is no contribution in the case of the conversion of debt into shareholders' equity Nevertheless, the capital of the company as the balance of assets and liabilities does increase since conversion cancels debt One can then speak of *passive capital growth* the liabilities of the company decrease

Analysis of conversion – The conversion of bonds into new shares can be broken down into a number of components pertaining to the law of obligations and to company law Apart from the bond loan itself, the conversion is also based on a contract The entry into force of the underlying contract is explained by the construction of the conversion clause under the law of obligations The underlying contract extends not only to the termination of a monetary obligation but also to the issuing of new shares Both legal consequences can be explained by the concept of the optional obligation (*facultatieve verbintenis*, § 5 4 2) This is a form of contract where the primary object can be replaced by a secondary object As long as the primary object has not been replaced it must be performed The replacement of the primary object does not affect the identity of the obligation itself In the case of convertible bonds, before conversion the obligation is to pay a sum of money After conversion it becomes an obligation to issue shares The underlying contract is therefore also a contract to issue shares (see § 2 3) For that contract to be legally valid the conversion clause must have the correct form under company law, see below Although the obligation changes from a monetary obligation into an obligation to issue shares it can retain its identity (§ 5 5), but that identity is lost at the moment the shares are issued The reason for this is that the obligation is discharged by that share issue and at the same time shares come into existence that are governed by a company-law regime (§ 2 2)

Construction of conversion clause under the law of obligations – By contrast with the situation where a monetary obligation changes by virtue of a new consensus *ad idem*, the conversion of convertible bonds is encapsulated in a previously agreed conversion clause When conversion takes effect it may result in an exigible obligation to provide conversion shares This is achieved by designing the conversion clause as an obligation arising from an option contract, an obligation subject to a condition or time limit or as an optional obligation (§ 5 2) In these cases no new consensus *ad idem* is required for conversion

If the conversion clause is constructed in one of these ways under the law of obligations for conversion into *existing* shares, when the conversion takes effect the result is an exigible obligation to transfer conversion shares The transfer must be effected by delivery pursuant to Section 3 84(1) of the Netherlands Civil Code The conver-

sion shares can also be delivered in advance pursuant to Section 3:97(1) of the Netherlands Civil Code.

Construction of conversion clause under company law – If the conversion clause is based on a legally valid decision of the company the convertible bond represents an obligation under an agreement to issue shares. Such obligations fall within the scope of Sections 2:96(5) and 96a(8) of the Netherlands Civil Code (§ 5.3). This scope is not limited to bonds that are convertible by the exercise of the will of the bondholder but also extends to bonds that are convertible through the exercise of the will of the debtor or the company into whose shares the bond is to be converted or because a condition or time limit has been met.

If the issue of the convertible bond is based on a legally valid decision and the conversion clause also has the construction under the law of obligations referred to above, the result of the conversion taking effect is an immediate share issue. In that case the company-law regime immediately becomes applicable to the contract to issue shares encapsulated in the convertible bond loan, the conversion shares and the relevant share ownership.

Invalidity of share issue under company law – A conversion clause providing for conversion into new shares is invalid under company law if it is not based on a valid decision by the company. This is the case if no decision at all has been taken to issue shares (§ 4.3), the decision to issue shares is null and void or if the decision to issue shares is annulled. A decision is null and void if at the time of the decision pre-emption rights under law or the articles of association were not observed (§ 4.4), the limit of the authorized capital is exceeded (§ 4.5) or a clause restricting the issue of shares in the articles of association has not been observed (§ 4.6).

If there is no legally valid decision to issue shares, in principle conversion does not lead to the issue of conversion shares (§ 2.3.6). Nevertheless, prospective shareholders, and under certain circumstances third parties, enjoy protection against the absence of a valid decision to issue shares (§ 2.3.7). In appropriate cases this protection is offered by Sections 2:16(2) and 3:36 of the Netherlands Civil Code. Section 2:130(3) of the Netherlands Civil Code cannot be invoked in the absence of a legitimate decision to issue shares since a valid decision is not a condition for the board of management's power of representation but for the company's legal power to issue shares (§ 2.3.6).

Characterization of some forms of conversion

Conversion of convertibles (§ 5.6) – The prevailing view is that conversion of convertibles is accompanied by the settlement of the bond against the contribution obligation. This view is understandable if one assumes that the conversion of debt into shareholders' equity creates a legal obligation to pay a contribution. It was argued,

however, that conversion of debt into shareholders' equity does not create any such legal obligation. The concept of settlement is therefore incorrect here. In so far as conversion creates a contractual obligation to pay a contribution the settlement concept is unnecessarily complex.

In so far as conversion into new shares does in fact create a legal obligation to pay a contribution the following general remarks can be made. It is not enough to think that a contribution on conversion shares has already been made through the payment for the bonds concerned. Before conversion the payment must be capable of being termed as the provision of a sum of money. If there is no conversion this sum of money must be capable of being termed as a debt under the general law of property. This means that it still has to be explained how the nature of this sum of money changes on conversion into shareholders' equity of the company. The theory that a payment should only be regarded as shareholders' equity after a period of time has no descriptive significance in itself.

It is more appropriate to characterize the conversion of convertibles using the concept of the optional obligation. In this vision the convertible represents an optional obligation, whereby the primary object (a sum of money) is replaced by a secondary object (a quantity of new shares). The notion of the optional obligation provides a coherent explanation for the ending of the monetary character of convertibles and their replacement with an exigible obligation to supply shares. Moreover, the optional obligation is also suitable for the characterization of conversion into existing shares, such as the conversion of reverse exchangeables.

The optional obligation is also a suitable concept if conversion does create a legal obligation to pay a contribution, since – contrary to what is generally assumed – it is not only possible to discharge this obligation through compliance or settlement. The company into whose shares the bonds are being converted can waive its right to a contribution. In view of the inviolability of the contribution obligation a condition in this case is that there is sufficient benefit from that waiver. In this case, the benefit is that with conversion there is no longer a convertible debt.

If convertibles are issued in trust, generally speaking share certificates, depositary receipts for shares and certificates of entry in the shareholders' register are deposited with the trustee. The trustee is usually also authorized to issue conversion shares. The intention of these actions seems to be to ensure that the company whose shares are being issued for the conversion will (be able) to comply with its conversion obligations. However, these actions are mainly of practical significance and have relatively little legal significance.

Conversion of reverse exchangeables (§ 5 7) – The optional obligation is the most suitable concept to characterize the conversion of reverse exchangeables. In this vision a reverse exchangeable is an optional obligation, the primary object of which (a sum of money) is changed into a secondary object (a number of existing shares).

Complex triangular conversion (§ 5.8) – In a complex triangular conversion bonds are converted into new (depository receipts for) shares in the capital of a legal entity other than the debtor: the third-party conversion company. A complex convertible bond generally involves a multi-party agreement between the debtor, the third-party conversion company and the individual bondholders.

In the case of a complex triangular conversion there is no obligation to make a contribution *only* if the convertible bond provides for an ancillary claim of the debtor against the conversion company. This ancillary claim would have to end in the case of conversion. That would cause the capital of the third-party conversion company to increase (passive capital growth). In so far as there is no ancillary claim there is an obligation to pay a contribution. The debtor can meet this obligation for the bondholder.

In so far as there is no contribution obligation, the characterization of this form as a contractual triangular settlement proposed in the scarce literature on the subject is incorrect. In so far as there is a contribution obligation this characterization is unnecessarily complex. It would be better to characterize it as a combination of assumption of debt and a change in the consideration of an optional obligation. In this vision conversion by assumption of debt leads to the replacement of the debtor by the third-party conversion company. At the same time the primary object of the bond (the sum of money) is changed into a subsidiary object (provision of new shares).

Conversion into depository receipts for shares (§ 5.9) – In this type of conversion bonds are converted into new, approved depository receipts for new shares. The convertible loan concerned is generally a multi-party agreement between the debtor/conversion company, the trust office and the individual bondholders.

In this type of conversion there is no legal contribution obligation. For this reason characterizations such as contractual triangular settlement or contribution of bonds for the shares to be issued are incorrect. In so far as there is in fact a contribution obligation the descriptions are unnecessarily complex. A better way of characterizing them is as a combination of the assumption of debt and the change of the object of an optional obligation. In this vision conversion through the assumption of debt leads to substitution of the debtor by the trust office. At the same time, the primary object of the bond (a sum of money) is changed into a subsidiary object (a number of new depository receipts for shares).

Aansprakelijkheidsbeperking

De toevoeging ^o betekent dat een prospectus als databestand is geplaatst op de bij dit boek gevoegde cd-rom. Dit gebeurde met de toestemming van de betreffende uitgevende instellingen. Die instellingen zijn op geen andere wijze betrokken bij de uitgave van dit boek en de bijbehorende cd-rom. De vermelding van de informatie op de cd-rom en de verwijzingen daarnaar in dit boek, dienen uitsluitend als citaat ter toelichting van in het onderzoek verwerkte empirische gegevens. Uiterste zorg is betracht om de geciteerde documenten of delen daarvan inhoudelijk ongewijzigd en onverkort weer te geven. De schrijver en de bedoelde instellingen aanvaarden geen aansprakelijkheid voor afwijkingen van de op de cd-rom verstrekte informatie van de oorspronkelijk gepubliceerde documenten, dan wel voor het eventueel ontbreken van latere versies van deze documenten of van aanvullende informatie van welke aard dan ook. De schrijver en de bedoelde instellingen aanvaarden geen verplichting de lezer van additionele informatie te voorzien of reeds verstrekte informatie te corrigeren indien deze onjuist of onvolledig blijkt te zijn (als gevolg van nieuwe ontwikkelingen of anderszins). De schrijver en de bedoelde instellingen aanvaarden geen aansprakelijkheid voor schade welke direct dan wel indirect voortvloeit uit de vermelding van en de verwijzingen naar de bedoelde informatie. De bedoelde informatie bevat geen aanbod van effecten, in welke jurisdictie dan ook, noch enige aanbeveling met betrekking tot de aan- of verkoop van effecten.

Disclaimer

The suffix ^o means that a prospectus has been included as a file on the CD-Rom accompanying this book. This has been done with the permission of the relevant issuing institutions. These institutions were not otherwise involved in the publication of this book or the accompanying CD-Rom. The information on the CD-Rom and the references to it in the book are used as citations solely for the purpose of explaining the empirical data used in the study. The utmost care has been taken to present the documents or sections of documents that are cited without change and in full. The author and the institutions accept no liability for discrepancies between the information on the CD-Rom and the documents originally published or for the possible omission of later versions of these documents or of any other additional information whatever. The author and the institutions accept no obligation to provide the reader with additional information or to correct information already provided if it proves to be

incorrect or incomplete (as a result of new developments or otherwise). The author and the institutions accept no liability for any damage arising directly or indirectly from the citation from and reference to the information concerned. This information does not contain any offer of securities, in any jurisdiction whatever, or any recommendation for the purchase or sale of securities.

Legenda

- A* Achtergesteld
- T* Uitgegeven onder trustverband
- N* Beheerst door Nederlands recht
- E* Beheerst door Engels recht
- NY* Beheerst door recht van de staat New York (geheel of gedeeltelijk)
- L* Beheerst door Luxemburgs recht
- D* Beheerst door Duits recht

Indien de in dit register opgenomen converteerbare obligaties, (reverse) convertibles (§ 3.3.1) of (reverse) exchangeables (§ 3.3.2) zijn, worden zij zo genoemd. Tenzij anders vermeld, zijn de convertibles converteerbaar in aandelen van de debitrice.

ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2002/2004

E

ABN AMRO Bank NV € 50.000.000 10% knock-out reverse exchangeables op aandelen ABN AMRO Holding NV 2002/2004 (aanvullend prospectus 18 februari 2002).

ABN AMRO Bank op ABN AMRO Holding 2003/2005

E

ABN AMRO Bank NV € 50.000.000 11,5% reverse exchangeables op aandelen ABN AMRO Holding NV 2003/2005 (aanvullend prospectus 22 mei 2003).

ABN AMRO Bank op mandje Dutch Blue Chips 2002/2004

E

ABN AMRO Bank NV € 50.000.000 10,25% reverse exchangeables op mandje Dutch blue chips (aandelen en certificaten van aandelen) 2002/2004 (aanvullend prospectus 23 augustus 2002).

ABN AMRO Bank op ING Groep 2003/2005

E

ABN AMRO Bank NV € 25.000.000 15% knock-in reverse exchangeables op certificaten van aandelen ING Groep NV 2003/2005 (aanvullend prospectus 8 januari 2003).

ABN AMRO Bank op KNPM 2002/2004

E

ABN AMRO Bank NV € 25 000 000 10% knock-in reverse exchangeables op aandelen Koninklijke Nederlandse Petroleum Maatschappij NV 2002/2004 (aanvullend prospectus 21 november 2002)

ABN AMRO Bank op Koninklijke Ahold 2003/2005

E

ABN AMRO Bank NV € 25 000 000 15% knock-in reverse exchangeables op aandelen Koninklijke Ahold NV 2003/2005 (aanvullend prospectus 4 februari 2003)

ABN AMRO Bank NV LaunchPAD Programme

(raamprospectus 3 januari 2003, supplement 28 februari 2003)

AMEV 1998/2005

A, T, N

AMEV Stad Rotterdam Verzekeringsgroep (ASR) NV (voorheen ASR Verzekeringsgroep NV) 375 000 000 3% in Fortis-aandelen (zie Fortis Informatiememorandum^o over de verbonden aandelen Fortis SA/NV en Fortis NV) converteerbare convertibles 1998/2005 (prospectus 6 juli 1998^o, aanvullende trustakten 22 december 2000^o en 4 februari 2003^o)

Amstelland 2002/2007

N

Amstelland NV 5 750 000 warrants 2002/2007 (prospectus 14 augustus 2002^o)

AND 1998/2003

A, T, N

AND International Publishers NV 50 000 000 2% convertibles 1998/2003 (prospectus 8 juni 1998^o)

ASML 1998/2005

A, N

ASM Lithography Holding NV 600 000 000 2,5% convertibles 1998/2005 (prospectus 9 april 1998^o)

ASML 2001/2006

A, NY

ASM Lithography Holding NV \$ 500 000 000 5,75% convertibles 2001/2006 (prospectus 17 oktober 2001^o)

Ballast Nedam 1997/2002

A, T, N

Ballast Nedam NV 100 000 000 5% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 1997/2002 (prospectus 25 september 1997^o)

BAM 1997/2004

A, T, N

Koninklijke BAM Groep NV 85 000 000 4,75% convertibles 1997/2004 (prospectus 5 december 1997^o)

BAM converteerbare certificaten van prefs

Koninklijke BAM Groep NV certificaten van cumulatief preferente aandelen converteerbaar in gewone aandelen (prospectus 10 december 2002^o).

Commerzbank op ABN AMRO 2002/2004

N

Commerzbank AG € 15.000.000 10,5% reverse exchangeables 2002/2004 op aandelen ABN AMRO Holding NV (prospectus 17 juni 2002^o).

Corus 1997/2007

A, T, N

Corus Nederland BV (voorheen: Koninklijke Hoogovens NV) 300.000.000 4.625% in aandelen Corus Group plc converteerbare convertibles 1997/2007 (prospectus 15 april 1997^o; aanvullende trustakten 4 augustus 1999^o en 14 december 1999^o).

CSM 1999/2004

T, E

CSM NV € 100.000.000 1,5% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 1999/2004 (prospectus 20 juli 1999^o).

Deutsche Telekom 2003/2006

D

Deutsche Telekom International Finance BV € 2.304.500.000 6,4% gegarandeerde, verplicht in aandelen Deutsche Telekom AG te converteren convertibles 2003/2006.

Dico converteerbare cumprefs op naam

Dico International NV cumulatief preferente aandelen op naam converteerbaar in gewone aandelen (prospectus 22 oktober 2003^o).

Draka 2002/2007

A, T, N

Draka Holding NV € 143.750.000 5% convertibles 2002/2007 (prospectus 9 april 2002).

Econosto 1996/2003

A, T, N

Koninklijke Econosto NV 50.000.000 5,5% convertibles 1996/2003 (prospectus 22 mei 1996^o).

Fortis op ABN AMRO 2002/2004

L

Fortis Luxembourg Finance SA minimum € 10.000.000 en maximum € 50.000.000 12,5% reverse exchangeables 2002/2004 op aandelen ABN AMRO Holding NV, gegarandeerd door Fortis Bank België (prospectus 28 november 2002^o).

Fortis AMEV 1998/2003

N

Fortis AMEV NV 1.500.000.000 2,625% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 1998/2003, gegarandeerd door Fortis AG SA/NV (prospectus 30 oktober 1998^o).

Fortis Informatiememorandum

Fortis SA/NV en Fortis NV Informatiememorandum met betrekking tot de eenmaking van de aandelen van Fortis België en Fortis Nederland tot het Fortis-aandeel (verbonden aandelen Fortis SA/NV en Fortis NV) en Prospectus met betrekking tot de aanvraag tot notering van het Fortis-aandeel d.d. 15 november 2001^o.

Fortis Nederland 1999/2004

N

Fortis Nederland NV € 575.250.000 1,5% convertibles 1999/2004, gegarandeerd door Fortis België (prospectus 2 juli 1999^o).

Frans Maas 1991/1996/1999

A, T, N

Frans Maas Nederland B.V. (voorheen Frans Maas Holding B.V.) 100.000.000 6,5% in certificaten van aandelen Koninklijke Frans Maas Groep NV converteerbare convertibles, met een looptijd van 1991 tot 1996 of tot 1999 (prospectus 27 september 1991^o).

FRESH Capital Securities Fortfinlux

T, NY/N

Fortfinlux SA € 1.250.000.000 Undated Floating Rate Equity-linked Subordinated Hybrid ('FRESH') Capital Securities op Fortis-aandelen (zie Fortis Informatiememorandum^o over de verbonden aandelen Fortis SA/NV en Fortis NV) (prospectus 2 mei 2002^o).

Fugro 2000/2005

A, T, N

Fugro NV € 100.000.000 4,75% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 2000/2005 (prospectus 28 maart 2000^o).

Getronics 1999/2004

A, T, N

Getronics NV € 350.000.000 0,25% convertibles 1999/2004 (prospectus 16 april 1999^o).

Getronics 2000/2005

A, T, N

Getronics NV € 450.000.000 0,25% convertibles 2000/2005 (prospectus 22 maart 2000^o).

Getronics voorlopig prospectus 14 februari 2003^o

Gist-brocades biedingsbericht 23 maart 1998

Biedingsbericht (tevens emissieprospectus) van 23 maart 1998 ter zake van het openbaar bod door DSM NV op aandelen Gist-brocades NV en door Gist-brocades NV op converteerbare obligaties Gist-brocades NV (gedeeltelijk)^o.

ING op mandje Dutch Financials 2002/2004

N

ING NV € 25.000.000 11,5% reverse exchangeables op mandje Dutch Financials (aandelen en certificaten van aandelen) 2002/2004 (aanvullend prospectus 6 september 2002^o).

ING Bank Airbags 2003/2006

E

ING Bank NV € 10.000.000 Eurozone Airbag Notes 2003/2006 (aanvullend prospectus 4 maart 2003^o).

ING Bank Lirics 2003/2008

N

ING Bank NV 500.000 Lirics AEX 2003/2008 (aanvullend prospectus 6 maart 2003^o).

ING Bank Reverse Convertible Note Programme

(raamprospectus 9 augustus 2002^o).

ING Bank Limited Recourse Obligation Programme

(raamprospectus 19 juli 2002^o).

ING Bank Limited Risk Certificates Programme

(raamprospectus 9 augustus 2002^o).

Insinger de Beaufort global convertible fund

(Insinger de Beaufort umbrella fund NV prospectus 11 april 2001^o).

Japan convertible fund NV

(prospectus 15 mei 2002, www.convertiblefunds.nl).

KPN 2000/2005

A, T, NY

Koninklijke KPN NV € 1.500.000.000 3,5% convertibles 2000/2005 (prospectus 18 november 2000^o).

Kreditanstalt für Wiederaufbau 2003/2008

D

Kreditanstalt für Wiederaufbau € 5.000.000.000 0,75% exchangeables op aandelen Deutsche Telekom AG 2003/2008 (prospectus 4 augustus 2003, www.kfw.de).

Numico 1995/2002

A, T, N

Numico Nederland BV (voorheen: Nutricia Nederland Beheermaatschappij) BV 300.000.000 4,375% in certificaten van aandelen Koninklijke Numico NV (voorheen: NV Verenigde Bedrijven Nutricia) converteerbare convertibles 1995/2002 (prospectus 1 november 1995^o).

Numico 1999/2004

A, N

Koninklijke Numico NV € 600.000.000 1,5% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 1999/2004 (prospectus 17 september 1999^o).

Numico 2000/2005

A, N

Koninklijke Numico NV € 600.000.000 4,25% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 2000/2005 (prospectus 21 juni 2000^o).

Prolion prospectus

Prolion Holding NV maximaal 171.600.000 gewone aandelen, waarvan 147.500.000 onderhands zijn geplaatst en maximaal 24.100.000 ter vrije inschrijving (prospectus 2 oktober 2003, www.prolion.nl).

Rabo op ABN AMRO 2002/2008

N

Rabo Securities NV € 25.000.000 1% exchangeables ('Rabo ConvertibleWorld Bonds') op aandelen ABN AMRO Holding NV 2002/2008 (prospectus 22 mei 2002^o).

Rabo op mandje Dutch BlueChips 2002/2008

N

Rabo Securities NV € 25.000.000 0% exchangeables ('Rabo ConvertibleWorld Notes') op mandje Dutch BlueChips (aandelen en certificaten van aandelen) 2002/2008 (aanvullend prospectus 23 september 2002^o).

Rabo Double Tracker II Notes op AEX-index 2003/2006

Rabo Securities NV € 50.000.000 0% Rabo Securities Double Tracker II Note op AEX-index 2003/2006 (aanvullend prospectus 21 juli 2003^o).

Rabo op Fortis 2002/2004

N

Rabo Securities NV € 25.000.000 8,75% knock-in reverse exchangeables op Fortis-aandelen (zie Fortis Informatiememorandum^o over de verbonden aandelen Fortis SA/NV en Fortis NV) (aanvullend prospectus 21 januari 2002^o).

Rabo op ING Groep 2002/2004

N

Rabo Securities NV € 25.000.000 10% knock-in reverse exchangeables op certificaten van aandelen ING Groep NV 2002/2004 (aanvullend prospectus 21 januari 2002^o; addendum 11 februari 2002^o).

Rabo op Koninklijke Ahold 2002/2008

N

Rabo Securities NV € 25.000.000 1% exchangeables ('Rabo ConvertibleWorld Bonds') 2002/2008 op aandelen Koninklijke Ahold NV (prospectus 11 maart 2002^o).

Rabo op KPNQwest 2001/2003

N

Rabo Securities NV 12.5% knock-in reverse exchangeables 2001/2003 op aandelen KPNQwest NV (aanvullend prospectus 27 februari 2001^o).

Rabo op Robeco 2003/2004

N

Rabo Securities NV 9% reverse exchangeables 2003/2004 op aandelen Robeco NV (aanvullend prospectus 17 februari 2003^o).

Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme I

(raamprospectus 16 november 2000^o).

Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme II

(raamprospectus 21 januari 2002^o).

Rabo Securities NV Reverse Convertible Bond Programme III

(raamprospectus 13 januari 2003^o).

Rabo Securities NV Structured Medium Term Note Programme

(raamprospectus 19 augustus 2002^o).

SNS ParticipatieCertificaten

A, N

SNS Bank NV perpetuele obligaties (prospectus 13 mei 2002^o).

Stork 1998/2005

A, T, N

Stork NV € 200.000.000 4,375% convertibles 1998/2005 (prospectus 16 maart 1998^o).

Versatel 2000/2005

N

Versatel Telecom International NV € 300.000.000 4% convertibles 2000/2005 (prospectus 24 maart 2000^o).

Versatel prospectus 30 september 2002 delen 1^o, 2^o en 3^o

VNU 1999/2004

A, T, N

VNU NV € 250.000.000 1,75% convertibles 1999/2004 (prospectus 9 november 1999^o; rectificatie trustakte 26 juli 2002^o).

VNU 2001/2006

T, N

VNU NV € 1.150.000.000 1,75% convertibles 2001/2006 (prospectus 15 mei 2001^o; rectificatie trustakte 26 juli 2002^o).

Wegener 2000/2005

A, T, N

Wegener NV € 90.000.000 5,5% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 2000/2005 (prospectus 20 april 2000^o).

Wolters Kluwer 2001/2006

T, N

Wolters Kluwer NV € 700.000.000 1% in certificaten van aandelen converteerbare convertibles 2001/2006 (prospectus 27 november 2001^o).

LIJST VAN PERSBERICHTEN

Aansprakelijkheidsbeperking

De toevoeging ^o betekent dat een persbericht, met toestemming van de betreffende uitgevende instelling, als databestand is geplaatst op de bij dit proefschrift gevoegde cd-rom. De aansprakelijkheidsbeperking, die is opgenomen bovenaan de lijst van verkort aangehaalde prospectussen, geldt *mutatis mutandis* ook voor de persberichten.

Disclaimer

*The suffix ^o means that a press release has been included as a file on the CD-Rom accompanying this thesis with the permission of the institution that issued it. The disclaimer inserted above the list of prospectuses cited also applies *mutatis mutandis* to the press releases.*

ACBM persbericht 25 september 2001

The case for standardized terms of issue for convertible bonds

ASML persbericht 3 april 2002

ASML to redeem 2,5% convertible subordinated bonds due 2005^o

ASML persbericht 7 mei 2003

ASML launches an offering of convertible subordinated notes with an aggregate principal amount of EUR 300 million^o

ASML persbericht 8 mei 2003

ASML prices EUR 330 million offering of convertible subordinated notes^o

ASMI persbericht 6 mei 2003

ASM International NV announces closing and settlement of the private placement of \$90 million of convertible subordinated notes^o

Cap Gemini Ernst & Young persbericht 24 juni 2003 I

Cap Gemini Ernst & Young annonce l'émission d'obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes pour un montant d'environ 350 millions d'euros

Cap Gemini Ernst & Young persbericht 24 juni 2003 II

Caractéristiques principales des obligations a option de conversion en actions ordinaires nouvelles et/ou d'échange en actions ordinaires existantes.

Cendant persbericht 4 mei 2001

Cendant completes previously announced zero-coupon zero-yield convertible notes offering (www.cendant.com).

Cendant persbericht 6 mei 2002

Cendant announces that holders retained virtually all of its zero-coupon convertible debentures due May 2021 (www.cendant.com).

Comcast persbericht 14 december 2000

Comcast Corporation issues \$1.285 billion zero coupon convertible debentures due December 2020 (www.comcast.com).

Comcast persbericht 14 december 2001

Comcast Corporation amends its zero coupon convertible debentures due 2020 (www.comcast.com).

Comcast persbericht 20 december 2002

Comcast provides debt holders opportunity to exercise required repurchase right (www.comcast.com).

Docdata persbericht 16 april 2003

DOCdata N.V. stelt voor om de middelen binnen het eigen vermogen te herschikken teneinde uitkering van dividend en terugbetaling van kapitaal mogelijk te maken^o.

Docdata persbericht 19 mei 2003

DOCdata N.V. maakt de volgende besluiten door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bekend^o.

Docdata persbericht 18 juli 2003

DOCdata N.V. maakt het volgende besluit door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bekend^o.

Docdata persbericht 3 november 2003

DOCdata N.V. maakt bekend dat EUR 0,50 kapitaal per aandeel zal worden terugbetaald op 13 november 2003^o.

Econosto persbericht 31 maart 2003

Econosto stelt voor de converteerbare achtergestelde obligatielening te verlengen tot juni 2010^o.

Econosto persbericht 17 april 2003

Econosto licht voorstel tot verlenging van obligatielening toe^o.

Econosto persbericht 8 juli 2003

Econosto en VEB bereiken oplossing voor obligatielening^o.

Econosto persbericht 31 juli 2003

Obligatiehouders stemmen over voorstel op 12 augustus^o.

Econosto persbericht 12 augustus 2003

Obligatiehouders stemmen voor voorstel Econosto en VEB^o.

Econosto persbericht 20 augustus 2003

Conversie 15,15% obligatielening Econosto op 29 augustus 2003^o.

Getronics persbericht 11 december 2001

Getronics kondigt initiatief aan ter versterking van financiële positie^o.

Getronics persbericht 21 december 2001

Getronics successfully completes partial conversion of its two outstanding convertible bonds^o.

Getronics persbericht 27 maart 2003

Getronics terminates revised invitation to tender^o.

Getronics persbericht 23 mei 2003

Getronics welcomes bondholders' proposal to amend subordinated convertible bonds due 2004 and 2005^o.

Getronics persbericht 10 juni 2003

Bondholders formally agree to amend terms of subordinated convertible bonds due 2004 and 2005^o.

Getronics persbericht 1 juli 2003

Getronics' bondholders have been paid EUR 325 million in cash; term sheet for a new credit facility has been agreed^o.

Getronics persbericht 15 oktober 2003

Getronics successfully completes convertibles bond offer^o.

Infineon persbericht 30 april 2003

Infineon Technologies launches 7-year non-call 3 subordinated convertible bond (www.infineon.com).

Kreditanstalt für Wiederaufbau persbericht 7 juli 2003

KfW launches 5-Year bonds exchangeable into Deutsche Telekom AG (www.kfw.de).

KSI persbericht 3 januari 2001

KSI plaatst converteerbare achtergestelde lening (www.ksi-international.com).

Masco persbericht 19 juli 2002

Masco Corporation to provide for an additional repurchase date on its zero coupon convertible senior notes due 2031 (www.masco.com).

Masco persbericht 23 juli 2002

Masco Corporation repurchases \$26,351,000 zero coupon convertible senior notes due 2031 (www.masco.com).

Neuberger Berman persbericht 1 mei 2001

Neuberger Berman to receive approximately \$130 million in convertible debt offering (www.nb.com).

Neuberger Berman persbericht 1 mei 2002

Neuberger Berman Inc. amends its zero coupon senior convertible notes due 2021 (www.nb.com).

Neuberger Berman persbericht 6 mei 2002

Neuberger Berman Inc. repurchases for cash 5% of the aggregate principal amount at maturity of its zero coupon senior convertible notes at a cost of approximately \$7.6 million (www.nb.com).

Neuberger Berman persbericht 29 oktober 2002

Neuberger Berman Inc. to amend its zero coupon senior convertible notes due 2021 (www.nb.com).

Neuberger Berman persbericht 4 november 2002

\$166,235,000 aggregate principal amount at maturity of Neuberger Berman's zero coupon senior convertible notes remains outstanding (www.nb.com).

Neways persbericht 22 maart 2002

Neways versterkt balanspositie (www.neways.nl).

Numico persbericht 2 mei 2003

Resultaten eerste kwartaal 2003^o.

Numico persbericht 11 juni 2003

Numico herfinanciert leningen succesvol^o.

Rabo persbericht 14 juni 2002

RaboSecurities NV lost vervroegd de knock-in reverse convertible bonds op KPNQwest af^o.

Real Time Company persbericht 31 juli 2003

RTC versterkt balans en liquiditeit (www.rtcompany.nl).

Sopheon persbericht 1 juli 2003

Maturity date of convertible loan stock extended (www.sopheon.com).

Suez persbericht 24 april 2003

SUEZ sells its Fortis stake (www.suez.com).

Tie Holding persbericht 1 september 2003

Tie geeft converteerbare obligatie uit^o.

Tyco persbericht 7 februari 2001

Tyco to raise approximately \$2.25 billion in convertible debt offering (www.tyco.com).

Tyco persbericht 7 januari 2003

Tyco prices sale of \$3.75 billion of convertible debentures (www.tyco.com).

UPC persbericht 29 mei 2001

UPC announces placement of US\$ 856.8 million (EUR1 billion) exchangeable loan^o.

Versatel persbericht 19 juni 2002

Versatel start Nederlandse uitstel van betaling procedure en Amerikaanse Chapter 11 procedure met volledige steun van ruim 65 procent van haar obligatiehouders^o.

Versatel persbericht 27 september 2002

Versatel beëindigt succesvol surseance van betaling procedure^o.

LIJST VAN OVERIGE DOCUMENTEN

Aansprakelijkheidsbeperking

De toevoeging [○] betekent dat een document, met toestemming van de betreffende uitgevende instelling, als databestand is geplaatst op de bij dit proefschrift gevoegde cd-rom. De aansprakelijkheidsbeperking, die is opgenomen bovenaan de lijst van verkort aangehaalde prospectussen, geldt mutatis mutandis ook voor de documenten hieronder.

Disclaimer

The suffix [○] means that a document has been included as a file on the CD-Rom accompanying this thesis with the permission of the institution that issued it. The disclaimer inserted above the list of prospectuses cited also applies mutatis mutandis to the documents below.

AND advertentie FD 28 juni 2001[○]

Econosto presentatie convertiblehouders 17 april 2003[○]

Getronics aankondiging 10 januari 2003[○]

Getronics concept-trustakte 27 mei 2003[○]

Getronics voorstel wijziging convertiblevoorwaarden 27 mei 2003[○]

Versatel ontwerp akkoord 19 juni 2002[○]

LIJST VAN VERKORT AANGEHAALDE LITERATUUR

Aktiengesetz IV 1994

E Geßler, W Hefermehl, U Eckardt, B Kropff (e a), *Aktiengesetz*, Band IV, München Verlag Franz Vahlen 1994

Antunes 2000

J E Antunes, 'Wandel- und Optionsanleihen in Portugal', in M Lutter en H Hirte (red), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York Walter de Gruyter 2000, p 212-241

Arts 2003

J H M Arts, 'Omzettingen van onvolwaardige vorderingen in eigen vermogen', *S&V* 2003-4, p 153-161

Asscher-Vonk en Fase 2000

I P Asscher-Vonk en W J P M Fase, *H L Bakels, Schets van het Nederlands arbeidsrecht*, zestiende druk, Deventer Kluwer 2000

Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II 1997

J M M Maeijer, *Mr C Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht 2 Vertegenwoordiging en rechtspersoon Deel II De rechtspersoon*, Deventer W E J Tjeenk Willink 1997

Asser/Hartkamp 4-I 2004

A S Hartkamp, *Mr C Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht 4 Verbintenissenrecht Deel I De verbintenis in het algemeen*, Deventer Kluwer 2004

Asser/Hartkamp 4-II 2001

A S Hartkamp, *Mr C Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht 4 Verbintenissenrecht Deel II Algemene leer der overeenkomsten*, Deventer W E J Tjeenk Willink 2001

Asser/Hijma 5-I 1994

Jac. Hijma, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 5. Bijzondere overeenkomsten. Deel I. Koop en ruil*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994.

Asser/Kleijn 5-IV 1988

W.M. Kleijn, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 5. Bijzondere overeenkomsten. Deel IV. Bewaargeving, bruikleen, verbruikleen, borgtocht, schenking, gevestigde en altijddurende renten, kansovereenkomst en lijffente, spel en weddenschap, vaststellingsovereenkomst en dading*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1988.

Asser/Maeijer 2-III 2000

J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Vertegenwoordiging en rechtspersoon. Deel III. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

Asser/Mijnssen/De Haan 3-I 2001

F.H.J. Mijnssen en P. de Haan, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 3. Goederenrecht. Deel I. Algemeen goederenrecht*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001.

Ballendux 1975

F.J. Ballendux, 'Verbruikleen van geld of geldlening?', *TVVS* 1975-4, p. 135-140.

Ballendux 1981

F.J. Ballendux, *Geldlening, inflatie en goede trouw. Juridische implicaties van portefeuillevorming en efficiënte markten* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1981.

Beckman 1988

H. Beckman, 'Uitdelingsblokkade en wettelijke reserves', in: J.H. Christiaanse e.a. (red.), *Tot vermaak van Slagter* (Slagter-bundel), Deventer: Kluwer 1988, p. 13-28.

Beckman 1994

H. Beckman, 'Quasi-eigen vermogen', *MAB* 1994-januari/februari, p. 5-17.

Beckman 1995

H. Beckman, 'Verantwoording van converteerbare obligatierekeningen in de jaarrekening', *WFR* 1995-6159, p. 1031-1034.

Beckman 1998

H Beckman, 'Verantwoording van effecten (incl derivaten) in de jaarrekening', in S C J J Kortmann e a (red), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer WE J Tjeenk Willink 1998, p 661-700

Beckman, Bindenga en Meijer

H Beckman, A J Bindenga en WM Meijer (red), *Compendium voor de jaarrekening Wegwijzer voor de praktijk* (losbl), Deventer Kluwer

Van der Beek en van Heiningen 1995

PA van der Beek en J H M van Heiningen, 'CBS/Stroeve-koersindex voor converteerbare obligaties', *Financiele Maandstatistiek (CBS)* 1995-6

Bellingwout 2003

J W Bellingwout, 'Convertible bombs', *Ondernemingsrecht* 2003-1, p 19-20

Benoît-Moury en Croes 2000

A Benoît-Moury en C Croes, 'Wandel- und Optionsanleihen in Belgien', in M Lutter en H Hirte (red), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York Walter de Gruyter 2000, p 27-61

Beleggers Belangen 1973

'Convertibles krijgen steeds meer het karakter van uitgestelde aandelen', *Beleggers Belangen* 1973-31, p 8-9

Bervoets 1955

K Bervoets, 'De moderne converteerbare obligatie', *MAB* 1955-4, p 160-167

Beuving 1996

J Beuving, *Factoring* (diss Nijmegen), Zwolle WE J Tjeenk Willink 1996

Bier 2002

B Bier, *Ondernemingsrecht* 2002-13, p 418

Bier 2003

B Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders* (diss Rotterdam), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 42, Deventer Kluwer 2003

Bilderbeek en Janssen 1973

J Bilderbeek en H C J G Janssen, 'Converteerbare obligatie en fusie', *Maandblad NV* 1973-9, p 139-148

Blanco Fernández 1994

J.M. Blanco Fernández, 'Aandelen, aandeelhouderschap en overdracht', *TVVS* 1994-4, p. 85-89.

Blanco Fernández 2002

J.M. Blanco Fernández, 'Het toepassingsbereik van artikel 2:8 BW', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar nieuw Burgerlijk Recht*, Serie Onderneming en Recht, deel 24, Deventer: Kluwer 2002, p. 125-142.

Blanco Fernández en Schwarz 1992

J.M. Blanco Fernández en C.A. Schwarz, 'Enkele opmerkingen over het participatiebewijs', *WPNR* 1992-6045, p. 287-293.

Blom 1996

M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager* (diss. Tilburg), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 53, Deventer: Kluwer 1996.

Blom 1998

M.A. Blom, 'Dematerialisering van effecten en ontwikkelingen rondom de Wge', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 183-206.

Boele 1997

S.A. Boele, 'Enkele civielrechtelijke aspecten van de Global Note', in: J.M.M. Maeijer e.a. (red.), *De opkomst van een rechtsgebied*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 58, Deventer: Kluwer 1997, p. 15-24.

De Boer 2003

W.D. de Boer, 'Een alternatief voor de sanering van obligatieleningen uitgegeven onder trustverband', *Ondernemingsrecht* 2003-3, p. 82-84.

Bogaert 1961

K.A.M. Bogaert, *Conversietechniek bij converteerbare obligaties* (diss. Tilburg), Leiden: H.E. Stenfert Kroese NV 1961.

Bogerd 1989

C.J. Bogerd, *Nederlandse Converteerbare Obligaties*, Weesp: Press Search 1989.

Den Boogert 2002

M.W. den Boogert, 'Het girale aandeel; het einde van het toonder-regime?', in: B.M. van Beek e.a., *Een bewezen bestaansrecht. Lustrumbundel 2002 Vereniging voor*

Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer: Kluwer 2002, p. 25-36.

Booy 1935

P.M. Booy, *Trustee's bij geldleeningen* (diss. Leiden), Amsterdam: NV Drukkerij Jacob van Campen 1935.

Booy 1936

P.M. Booy, 'Aaneensluiting van houders van schuldbrieven', *Maandblad NV* 1936-10, p. 302-304.

Ten Bosch 1980

B.F. ten Bosch, *Het preferent aandeel en de achtergestelde obligatie als instrumenten voor de financiering van de onderneming* (diss. Amsterdam UvA), NIBE-publicatiereeks, nr. 38, Deventer: Kluwer 1980.

Botter 2002

R.J. Botter, 'Herstructurering van door Nederlandse uitgevende instellingen uitgegeven obligaties', in: B.M. van Beek e.a., *Een bewezen bestaansrecht. Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer: Kluwer 2002, p. 37-47.

Bouma 1996

J.L. Bouma, *Financieringsinstrumenten voor ondernemingen in Nederland*, 's-Gravenhage: Delwel 1996.

Bouwman 2003

J.N. Bouwman, 'Fiscaal van vreemd naar eigen vermogen en weer terug', *O&F* 2003-56, p. 20-28.

Van Brakel 1948

S. van Brakel, *Leerboek van het Nederlandse verbintenissenrecht. Eerste deel*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1948.

Brandsma 2003

R.P.C.W.M. Brandsma, *Hybride leningen (verstrekt aan lichamen)*, Deventer: Kluwer 2003.

Bremer en Dijkema 2003

R. Bremer en J.B. Dijkema, 'Stortingsplicht en verjaring', *Tvl* 2003-*Curator en kapitaalbescherming*, p. 146-151.

Bressers 1986

H.J.W.M. Bressers, 'Omzetting van een vordering op de vennootschap in aandelenkapitaal', *TVVS* 1986-12, p. 295-297.

Van Bruggen 2000

D. van Bruggen, 'Gedematerialiseerde effecten in de Wet giraal effectenverkeer', *TvE* 2000-9, p. 182-185.

Brummelhuis en Te Winkel 1994

S.G. Brummelhuis en G. te Winkel, 'Vergadering van obligatiehouders en positie trustee', *V&O* 1994-7/8, p. 85-87.

Brunner en De Jong 1999

C.J.H. Brunner en G.T. de Jong, *Verbintenissenrecht Algemeen*, Studiereeks Burgerlijk Recht, deel 4, Deventer: Kluwer 1999.

Buijn 1984

F.K. Buijn, *De oprichting van de NV en de BV* (diss. Rotterdam), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 24, Deventer: Kluwer 1984.

Buijn 1986

F.K. Buijn, 'Storting op aandelen (III)', *WPNR* 1986-5808, p. 743-746.

Buijn 1996

F.K. Buijn, 'Splitsing van rechtspersonen. Civielrechtelijke aspecten', in: F.K. Buijn, R. Nieuwdorp en P.H.M. Simonis, *Splitsing van rechtspersonen*, preadvies Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1996, p. 1-104.

Buijn 2001

F.K. Buijn, 'Verzet bij splitsing', *Ondernemingsrecht* 2001-13, p. 386-391.

Buijs 1972/1

A. Buijs, 'De ontwikkeling van de Nederlandse converteerbare obligatie (I), Het standpunt van de ondernemer', *ESB* 1972-2879, p. 1189-1193.

Buijs 1972/2

A. Buijs, 'De ontwikkeling van de Nederlandse converteerbare obligatie (II), Technische aspecten en het standpunt van de belegger', *ESB* 1972-2880, p. 1211-1214.

Buijs 1995

D.C. Buijs, 'Stemrechtloze aandelen', in: *Knelpunten in de vennootschapswetgeving*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 24, Deventer: Kluwer 1995.

Buiting 1993

M.J.M. Buiting, 'Uitgiftiemotieven voor converteerbare leningen op de openbare kapitaalmarkt en de rol van een bank', in: F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993, p. 39-65.

Bulten 2003

C.D.J. Bulten, 'Het onderzoek van de Ondernemingskamer in een uitkoopprocedure', *JOR plus* 2003, p. 7-12.

Calamos 1998

J.P. Calamos, *Convertible Securities. The Latest Instruments, Portfolio Strategies, and Valuation Analysis*, Revised Edition, McGraw-Hill 1998.

Campobasso 2000

C.F. Campobasso, 'Wandelanleihen, Optionsanleihen und Anleihen mit Optionsrechten in Italien', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlin-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 127-154.

Center Applied Research 2003

Center Applied Research (Universiteit van Tilburg), *Personeelsopties en andere vormen van variabele beloningen in Nederland*, Tilburg: 2003.

Commissie Boek 7 1974

Commissie Boek 7 N.B.W. van de Koninklijke Notariële Broederschap, 'Rapport over Titel 2 (Verbruikleen) en Titel 3 (Schenking) van het ontwerp voor Boek 7 van het Nieuw Burgerlijk Wetboek', *WPNR* 1974-5287, p. 840-843.

Cools 1993

K. Cools, *Capital structure choice: confronting (meta)theory, empirical tests and executive opinion* (diss. Tilburg), Tilburg: H. Gianotten 1993.

Coxe 2000

T.A. Coxe, 'Convertible Structures: Evolution Continues', in: I. Nelken (red.), *Handbook of Hybrid Instruments. Convertible Bonds, Preferred Shares, Lyons, ELKS, DECS and other Mandatory Convertible Notes*, Chichester, John Wiley & Sons, Ltd. 2000, p. 15-60.

Dalenoord 2002

G.F. Dalenoord, 'Prospectusplicht bij herstructurering', *V&O* 2002-12, p. 216-217.

Van Dam 2001

C.C. van Dam, in: A.R. Bloembergen (e.a.), *Rechtshandeling en Overeenkomst*, Studiereeks Burgerlijk Recht, deel 3, derde druk, Deventer: Kluwer 2001.

Degenkamp e.a. 1989

J.Th. Degenkamp e.a. (red.), *Buy-out en accountant (economische en juridische aspecten)*, Nivra geschrift, nr. 47, Deventer: Kluwer Bedrijfswetenschappen 1989.

Déking Dura 1886

J. Déking Dura, *Handhaving der rechten van obligatiehouders* (diss. Utrecht), 1886.

Diepenhorst 1955

A.I. Diepenhorst, 'Herziening van conversiekoersen bij voorkeursemissies', *MAB* 1955-7, p. 293-299.

Diepenhorst 1959

A.I. Diepenhorst, 'Een nieuwe anti-verwateringsclausule', *MAB* 1959-8, p. 357-361.

Van Dijk 2001/1

J.M. van Dijk, Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer, *Ondernemingsrecht* 2001-6, p. 146-153.

Van Dijk 2001/2

J.M. van Dijk, 'Giraliseren bij uitgifte van effecten op naam', *Ondernemingsrecht* 2001-11, p. 336-338.

Doorman 2002

A. Doorman, 'Het buigzame gelijkheidsbeginsel', *Ondernemingsrecht* 2002-7, p. 199-206.

Dorhout Mees 1933

T.J. Dorhout Mees, *Statuten van naamloze vennootschappen*, Haarlem: H.D. Tjeenk Willink & Zoon NV 1933.

Van Dort 1991

H.M. van Dort, 'De uitkoopregeling: een tussenstand', *WPNR* 1991-5999, p. 209-215.

Dortmond en Raaijmakers 1980

P.J. Dortmond en M.J.G.C. Raaijmakers, *De juridische fusie naar wordend recht*, preadviezen Vereniging 'Handelsrecht' en Nederlandse Vereniging voor Europees Recht, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1980.

Dortmond 1984

A.L. Mohr en P.J. Dortmond, *De BV voor en bij haar oprichting*, preadvies Koninklijke Notariële broederschap, Deventer: Kluwer 1984.

Dortmond 1989

P.J. Dortmond, *Enige beschouwingen rondom aandelen* (diss. Nijmegen), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 31, Deventer: Kluwer 1989.

Dortmond 1999/1

P.J. Dortmond, 'Verdrongen agio', *Ondernemingsrecht* 1999-2, p. 48-50.

Dortmond 1999/2

P.J. Dortmond, 'Eurosie van aandelen', *Ondernemingsrecht* 1999-13, p. 344-348.

Dortmond 2000/1

P.J. Dortmond, 'Bescherming van beschermingsconstructies', in: A.F.J.A. Leijten e.a., *Conflicten rondom de rechtspersoon*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 62, Deventer: Kluwer 2000, p. 93-102.

Dortmond 2000/2

P.J. Dortmond, 'Preferente beschermingsaandelen en de dertiende richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2000-7, p. 171-174.

Dortmond 2000/3

P.J. Dortmond, 'De attractie van een fractie', *Ondernemingsrecht* 2000-13, p. 371.

Drion 1982

H. Drion, 'De meerpartijenovereenkomst en zijn problemen', in: H. Drion e.a., *Lugdunum Batavorum Juri Sacrum*, Deventer: Kluwer 1982, p. 1-11.

Van Druten, Vroom en Gitmans 2003

H.F. van Druten, V.R. Vroom en T.W. Gitmans, 'Van vreemd naar eigen vermogen', *O&F* 2003-56, p. 2-10.

Dumoulin 2000

S.H.M.A. Dumoulin, 'De besluitvorming in rechtspersonen', *Ondernemingsrecht* 2000-7, p. 180-187.

Duinker 1995

W.J. Duinker, 'Stappen bij een aandelenemissie', in: A.B. Dorsman, C.H. Veld en A.H.F. Verboven (red.) *De Nederlandse Vermogensmarkt*, 's-Gravenhage: Delwel 1995, p. 67-87.

Dunton en Parker 2001

M. Dunton en C. Parker, 'Exchangeable and Convertible Bonds', *Journal of International Banking Law*, 2001-12, p. 287-290.

Effectengids 1999/2000

Effectengids 1999/2000. Gids bij de Officiële Prijscourant van de AEX-Effectenbeurs, 104e jaarlijkse editie, Deventer: Kluwer 1999.

Effectengids 2000/2001

Effectengids 2000/2001. Gids bij de Officiële Prijscourant van de Amsterdamse Effectenbeurs, 105e jaarlijkse editie, Deventer: Kluwer 2001.

Effectengids 2001/2002

Effectengids 2000/2001. Gids bij de Officiële Prijscourant van de Amsterdamse Effectenbeurs, 106e jaarlijkse editie, Deventer: Kluwer 2002.

Eisma 1991

S.E. Eisma, 'Tussen aandeel en schuldbrief: participatiebewijzen' en Verslag discussie, in: L. Timmerman e.a., *Ondernemingsrechtelijke contracten*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 14, Deventer: Kluwer 1991, p. 27-41, en 119-125.

Eisma 1995

S.E. Eisma, 'Civielrechtelijke aspecten van converteerbare obligatieleningen', *WFR* 1995-6159, p. 1021-1031.

Eisma 1997/1

S.E. Eisma, 'Voorwetenschap en stockoptieregelingen', *TVVS* 1997-5, p. 133-137.

Eisma 1997/2

S.E. Eisma, 'Bij, of bij of krachtens, bij Van Solinge', *Maandblad NV* 1997-9, p. 221-225.

Eisma 1999

S.E. Eisma, 'Definitie van effecten', in: F.H.J. Mijnsen e.a. (red.), *Geldige effecten*, NIBE-Bankjuridische Reeks, nr. 39, Amsterdam: NIBE 1999, p. 9-28.

Eisma 2001

S.E. Eisma, 'Informatieverschaffing en verantwoording door beursvennootschappen aan beleggers', in: J.W. Winter e.a., *De beursvennootschap*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 36, Deventer: Kluwer 2001, p. 57-63.

Eisma 2002

S.E. Eisma, 'Hoofdstuk 9. Voorwetenschap', in: M.W. den Boogert e.a., *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen: AA Libri 2002, p. 191-208.

Van Empel en Huizink 2002

G. van Empel en J.B. Huizink, *Betaling, waardepapier en documentair krediet*, Deventer: Kluwer 2002.

Ernst en Herbosch 2001

P. Ernst en D. Herbosch, 'De uitgifte van warrants of de wondere wereld van de warrant: financieringsmiddel, beschermingsconstructie, instrument voor «stock option»-plannen en personeelsparticipatie', in: B. Tilleman en B. Du Laing (red.), *Onderneming en effecten*, die keure 2001, p. 73-123.

Espinosa 2000

F.J.A. Espinosa, 'Wandel- und Optionsanleihen in Spanien', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlin-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 300-328.

Eswar 2000

B.S. Eswar, 'Hybrid Instruments: Advantages and Disadvantages', in: I. Nelken (red.), *Handbook of Hybrid Instruments. Convertible Bonds, Preferred Shares, Lyons, ELKS, DECS and other Mandatory Convertible Notes*, Chichester, John Wiley & Sons, Ltd. 2000, p. 1-13.

Van Everdingen 1995

D.C.C. van Everdingen, 'De Bookbuilding Circulaire van de Vereniging voor de Effectenhandel', *V&O* 1995-12, p. 128-130.

Faber 1993

N.E.D. Faber, 'Overzicht van trustakten bij beursgenoteerde converteerbare obligatieleningen', in: F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993, p. 67-144.

Faber 1994

N E D Faber, 'Verrekening en faillissement', in S C J J Kortmann e a (red), *Financiering en aansprakelijkheid*, Serie Onderneming en Recht, deel 1, Zwolle W E J Tjeenk Willink 1994, p 163-197

Van der Feltz I

S C J J Kortmann en N E D Faber (red), *Geschiedenis van de Faillissementswet Heruitgave Geschiedenis van de Wet op het Faillissement en de Surseance van Betaling, deel I, bewerkt door Mr G W Baron van der Feltz, Haarlem 1896*, Serie Onderneming en Recht, deel 2-I, Zwolle Tjeenk Willink 1994

Van der Feltz 1929

F van der Feltz, *De overeenkomst van verbruikleening (Artt 1791-1806 B W)* (diss Leiden), Leiden A Vilders 1929

Van der Feltz 1933

F van der Feltz, 'Het rechtskarakter der obligatieleening', met naschrift H A van Nierop, *WPNR* 1933-3289, p 1-3

Franken 2003

H A Franken, 'Volstorting van aandelen en verjaring, een reactie', met naschrift B Bier, *Ondernemingsrecht* 2003-1, p 27-28

Galavazi en Van Wilsum 1988

J I H M Galavazi en H van Wilsum, 'In Nederland nu ook Non-Voting Shares?', *Maandblad NV* 1988-4, p 130-136

Gastineau en Kritzman 2000

G Gastineau en M Kritzman, 'A dictionary of terms related to hybrid instruments', in I Nelken (red), *Handbook of Hybrid Instruments Convertible Bonds Preferred Shares, Lyons, ELKS, DECS and other Mandatory Convertible Notes*, Chichester, John Wiley & Sons, Ltd 2000, p 143-191

Van Geffen 2004

C J A van Geffen, 'De grens tussen eigen en vreemd vermogen', *Ondernemingsrecht* 2004-6, p 207-211

Gepken-Jager 2000

E E G Gepken-Jager, *Vertegenwoordiging bij NV en BV Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de uitvoering van art 9 eerste EG-richtlijn inzake het vennootschapsrecht* (diss Groningen), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 34, Deventer Kluwer 2000

Gilissen 1922

J Gilissen, 'Verplichte trustactes?', *ESB* 8 november 1922, p 959-960

Goulding 2000

S Goulding, 'Convertible Securities in England and Wales', in M Lutter en H Hirte (red), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York Walter de Gruyter 2000, p 86-98

Graaf 1991

FG B Graaf, *Euromarket Finance Issues of Euromarket securities and syndicated Eurocurrency loans*, Serie Bank- en Effectenrecht, deel 14, Deventer Kluwer 1991

Grazell en Veld 1991

J Grazell en CH Veld, 'Motieven voor de uitgifte van converteerbare obligatieleningen en warrant-obligatieleningen een agency-theoretische benadering', *Bedrijfskunde* 1991-2, p 227-235

Greup 1923

G M Greup, *De stortingsverplichting van den aandeelhouder in een naamloze vennootschap*, Utrecht Kemink & Zoon 1923

Van der Grinten 1953

WC L van der Grinten, 'Aandeel en Obligatie', *Maandblad NV* 1953-8, p 121-124

Van der Grinten 1986

WC L van der Grinten, Boekbespreking Asser/Hartkamp 4-I 1984, *RM Themis* 1986-1, p 46-52

Van der Grinten 1991/1

WC L van der Grinten, 'De uitkoopregeling', in WC L van der Grinten, H F J Joosten en W Westbroek, *Uitkoop en geschillenregeling*, Arnhem Gouda Quint 1991, p 1-13

Van der Grinten 1991/2

WC L van der Grinten, 'Winstbewijzen als financieringsmethode', in *De Bankier als Jurist Tegen wil en dank* (Langman-bundel), Kluwer Deventer 1991, p 121-129

Groenewald 2004

Th Groenewald, 'Risico's bij tracking stock', *Ondernemingsrecht* 2004-6, p 194-200

Van 't Groenewout 1997

F.E.M. van 't Groenewout, 'Acties VEB inzake Fokker', *Effect* 1997-10, p. 24-25.

Groffen 2003

C.J. Groffen, 'Stortingsperikelen', *JOR plus* 2003, p. 3-6.

Grubben 2003/1

J. Grubben, 'Convertibles: een aantrekkelijke markt in beweging', *Bank- en Effectenbedrijf* 2003-7/8, p. 16-18.

Grubben 2003/2

J. Grubben, 'Convertibles: varianten en prijsvorming', *Bank- en Effectenbedrijf* 2003-10, p. 28-29.

Grubben 2003/3

J. Grubben, 'Convertibles: aantrekkelijk voor beleggers en hedgefonds', *Bank- en Effectenbedrijf* 2003-11, p. 28-29.

Guelen en Banz 1991

A.P.J.M. Guelen en J.C. Banz, 'Omzetting agio in kapitaal: een sigaar uit eigen doos', *TVVS* 1991-12, p. 310-313.

Gunning 1887

J.L. Gunning, *Aflossing en conversie van obligatie-leeningen* (diss. Amsterdam), 1887.

Guyon 2000

Y. Guyon, 'Wandel- und Optionsanleihen in Frankreich', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 109-126.

Haccoû 1959

J.F. Haccoû, 'De converteerbare obligatie', *TVVS* 1959-7, p. 153-160.

Hamaker 1900

H.J. Hamaker, 'De verzekering van de rechten van obligatie- en pandbriefhouders, naar aanleiding van de in de nos. 1590 en 1591 opgenomen praeadviezen (I)', *WPNR* 1900-1593, p. 313-316.

Handboek 1936

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamloze vennootschap naar Nederlands recht*, derde druk, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1936.

Handboek 1962

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, zevende druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1962.

Handboek 1992

E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, twaalfde druk, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, met medewerking van H.J.M.N. Honée en Th.C.M. Hendriks-Jansen, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

Hardenberg 1983

L. Hardenberg, 'De meerpartijen overeenkomst', *TPR* 1983-3, p. 795-837.

Harmen 2003

C.M. Harmen, 'Van GTS tot Versatel; de surseance van betaling als instrument voor internationale herstructurering', *JOR plus* 2003, p. 26-33.

Hartkamp 1999

A.S. Hartkamp, *Compendium. Vermogensrecht volgens het nieuwe Burgerlijk Wetboek*, vijfde druk, Deventer: Kluwer 1999.

Heeremans, Maas en Liem 2000

J. Heeremans, J.J. Maas en H. Liem, *Europese converteerbare obligaties. Wel de kansen, niet de risico's*, Amsterdam: Effectenbank Stroeve 2000.

Van Hees 1989

A. van Hees, *De achtergestelde vordering, in het bijzonder de achtergestelde geldlening* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1989.

Van Hees 1990

A. van Hees, 'De achtergestelde geldlening', *TVVS* 1990-2, p. 30-33.

Heijnen 2003

H.M. Heijnen, 'Omzetting van reserves in kapitaal en kapitaalbescherming', *TvI* 2003-*Curator en kapitaalbescherming*, p. 229-238.

Heringa en Stam 1999

C. Heringa en A. Stam, 'De herontdekking van de warrant', *AEX-nieuws* 1999-4, p. 8-9.

Hermans 2002

R.M. Hermans, 'Uitkoop en het recht om uitgekocht te worden onder de dertiende EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2002-16/17, p. 497-503.

Hesselink 1999

M.W. Hesselink, *De redelijkheid en billijkheid in het Europese privaatrecht* (diss. Utrecht), Utrecht: 1999.

Heijne 1994

C.A. Heijne, 'Een andere manier van waarderen van converteerbare obligatieleningen', *MAB* 1994-1/2, p. 26-34.

Hijmans van den Bergh 1998

L.J. Hijmans van den Bergh, 'Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 9-29.

Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2000

L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, *Implementatie van de Dertiende Richtlijn*, preadvies Vereniging 'Handelsrecht', Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

Hijmans van den Bergh en Van Solinge 2001

Verslag vergadering Vereniging 'Handelsrecht' 29 september 2000, *Implementatie van de Dertiende Richtlijn*, naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2001.

Hilarides 2002

H.L. Hilarides, 'Terugbetaling gestort kapitaal onmogelijk?', *V&O* 2002-10, p. 173-175.

Hirte 2000

H. Hirte, 'Wandel- und Optionsanleihen im Rechtsvergleich', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 1-26.

Van den Hoek 2002

M.P. van den Hoek, 'Dematerialisatie en anonimiteit', met nachrift R.L.S. Verjans, *WPNR* 2002-6504, p. 675-678.

Van den Hoek 2003

M.P. van den Hoek, 'Wge moet af van 'mede eigendom'', *WPNR* 2003-6536, p. 432-438.

Van den Hoek 2004

M.P. van den Hoek, 'Waar zijn gedematerialiseerde aandelen?', *WPNR* 2004-6567, p. 174-156.

Hofman 1988

M.P. Hofman, 'De converteerbare obligatie en de emittent', *WFR* 1988-5821, p. 565-572.

Honée 1980

H.J.M.N. Honée, 'Het gewijzigd ontwerp aanpassingswet tweede EEG-Richtlijn (slot)', *Maandblad NV* 1980-7/8, p. 132-138.

Honée 1996

H.J.M.N. Honée, 'Verbonden aandelen: De Rothmans Groep', *Maandblad NV* 1996-7/8, p. 202-206.

Honée 1998

H.J.M.N. Honée, 'Agio en stortingsplicht', *TVVS en Maandblad NV (nulnummer Ondernemingsrecht)* 1998-11, p. 331-333.

Horsten 1999/1

W.J. Horsten, 'Obligatieleningen (I)', *Bank- en Effectenbedrijf* 1999-6, p. 42-45.

Horsten 1999/2

W.J. Horsten, 'Obligatieleningen (II)', *Bank- en Effectenbedrijf* 1999-7/8, p. 44-48.

Horsten 2002/1

W.J. Horsten, 'Totstandkoming van transacties in de primaire markt', in: B.M. van Beek e.a., *Een bewezen bestaansrecht*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer: Kluwer 2002, p. 159-170.

Horsten 2002/2

W.J. Horsten, 'Gentlemen prefer bonds, Over obligaties en andere relaties', *O&F* 2002-50, p. 52-58.

Horsten 2004

W.J. Horsten, 'Aanpassing van de conversieprijs', *TvE* 2004-3, p. 35-42.

Huizink 1995

J.B. Huizink, 'Perikelen rond de besluitvorming van aandeelhouders', *WPNR* 1995-6205, p. 837-841.

Huizink 1999

J.B. Huizink, 'Iets over agio', *WPNR* 1999-6348, p. 175-182.

Von Ilberg en Ehrich 2002

P. von Ilberg en C. Ehrich, 'German legal issues regarding convertible bonds', *World Securities Law Report* 2002-1, p. 33-34.

Van den Ingh e.a. 1993

F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993.

Van den Ingh 1993

F.J.P. van den Ingh, 'De converteerbare obligatie', in: F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993, p. 1-19.

Van den Ingh 1998

F.J.P. van den Ingh, 'Men gaat deur hovaardy ver boven 't kappetael', in: *Drie Nijmeegse redes*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 59, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-36.

Van den Ingh 1999

F.J.P. van den Ingh, 'Splitsing en samenvoeging van aandelen', *Ondernemingsrecht* 1999-10, p. 260-261.

Van den Ingh 2003

F.J.P. van den Ingh, 'Met medewerking uitgegeven certificaten', *SV&V* 2003-5, p. 181-185.

***International Financial Law Review* 2002**

International Financial Law Review january 2002, 'Late rush of European convertible issues'.

J.J.M. Jansen 2002

J.J.M. Jansen, 'De fiscale behandeling van convertibles, warrantleningen, exchangeables en LIONS na 1 januari 2001', *WFR* 2002-6510, p. 1857-1863.

R. Jansen 2000

R. Jansen, 'Converteerbare obligaties winnen aan populariteit', *Beursplein 5* 2000-26, p. 17.

Jen, Choi en Lee 1997

F.C. Jen, D. Choi en S.-H. Lee, 'Some new evidence on why companies use convertible bonds', *Journal of Applied Corporate Finance* 1997-1, p. 44-53.

E.M. de Jong 2002

E.M. de Jong, 'Agiostorting, gevolgd door uitgifte', *V&O* 2002-7/8, p. 134-135.

E.A. de Jong 2002

E.A. de Jong, 'Naar één mondiaal stelsel voor jaarrekeningstandaarden', *Ondernemingsrecht* 2002-12, p. 363-369.

Juch en Martens 2000

D. Juch en W.C.M. Martens, 'Hybride financiering in 2001, gevolgen voor particuliere beleggers', *Ondernemingsrecht* 2000-11, p. 309-313.

Kamp 1995

C. Kamp, "Bookbuilding": maatregelen beurs verfijnen toewijzing', *Bank- en Effectenbedrijf* 1995-12, p. 20-22.

Kemperink 1993

J.B.W.M. Kemperink, 'Bijschrijving/storting op aandelen door de NV/BV of door de aandeelhouders?', *GOM* 1993-X, p. 29-68.

Kemperink 1994

J.B.W.M. Kemperink, 'Omzetting van een vordering in kapitaal: een adequate storting, quasi-inbreng of geen van beide?', in: J.B. Huizink e.a. (red.), *Kapitaalbescherming. De stand van zaken*, Arnhem: Gouda Quint 1994, p. 57-87.

Kemperink 1998

J.B.W.M. Kemperink, 'Storting/bijschrijving op aandelen door de vennootschap of door de aandeelhouders?', *Dossier Onderneming, Financiering en Recht* 1998-31, p. 54-58.

Klaassen 1981

A. Klaassen, *De achtergestelde lening*, Deventer: Kluwer 1981.

Klamer 1993

A.F. Klamer, 'Over onderaandelen', *TVVS* 1993-3, p. 65-70.

Klemann 1995

P. Klemann, 'Conversie van aandelen', *V&O* 1995-4, p. 46-47.

Van Klinken 1975

L. van Klinken, *Recente ontwikkelingen op het gebied van de Nederlandse converteerbare obligatielening* (diss. Amsterdam VU), Haarlem: Boom-Ruygrok 1975.

De Kluiver 1997/1

H.J. de Kluiver, 'Meerpartijenverhoudingen in het ondernemingsrecht. Over driepartijenfinanciering, trustees en andere beherende derden', in: F.W. Grosheide en K. Boele-Woelki (red.), *Europees Privaatrecht 1997. Opstellen over Internationale Transacties en Intellectuele Eigendom* (Molengrafica-bundel), Lelystad: Koninklijke Vermande 1997, p. 45-84.

De Kluiver 1997/2

H.J. de Kluiver, 'Obligatieleningen zonder krediet', *WPNR* 1997-6286, p. 677-678.

De Kluiver 1999

H.J. de Kluiver, 'Bekrachtiging van rechtshandelingen en besluiten', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Vertegenwoordiging en tussenpersoon*, Serie Onderneming en Recht, deel 17, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 69-88.

De Kluiver 2000

H.J. de Kluiver, 'Reactie op C.A. Schwarz, Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000-1, p. 23-25.

De Kluiver en Koelemeijer 1998

H.J. de Kluiver en M. Koelemeijer, 'De betekenis van vermogensrechtelijke beginse-
len voor het vennootschaps- en rechtspersonenrecht in Nederland', in: H.J. de Kluiver
en J. Wouters (red.), *Beginsele van vennootschapsrecht in binationaal perspectief*,
Antwerpen/Groningen: Intersentia 1998, p. 31-62.

Koelemeijer 1999

M. Koelemeijer, *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen. Beschouwingen rond aandeelhouders en bestuurders in rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Maastricht), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijks-
universiteit Groningen, deel 33, Deventer: Kluwer 1999.

Koersen door het effectenrecht 2004

C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht. Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*, vijfde druk, W.E.J. Tjeenk Willink: Deventer 2004.

Kok 2000

Q.W.J.C.H. Kok, 'Warrantleningen, convertibles en LIONS-leningen in de vennootschapsbelasting vanaf 2001', *MBB* 2000-10, p. 344-354.

Köndgen en Daeniker 2000

J. Köndgen en D. Daeniker, 'Wandel- und Optionsanleihen in der Schweiz', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlin-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 265-299.

Kortmann 1991

S.C.J.J. Kortmann, 'Verbonden aandelen als blokkeringsregeling', *Maandblad NV* 1991-12, p. 281-284.

Kortmann 1992

S.C.J.J. Kortmann, 'NBW-vermogensrecht en het rechtspersonenrecht', met naschrift W.J. Slagter, *TVVS* 1992-4, p. 90-94.

Kortmann 1993

S.C.J.J. Kortmann, 'De converteerbare obligatielening en het algemene vermogensrecht', in: F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993, p. 21-37.

Kortmann en Faber 1998

S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber, 'Verificatie van obligaties aan toonder in het faillissement van de uitgevende instelling', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 207-231.

Kortmann, Rongen en Verhagen 2001

S.C.J.J. Kortmann, M.H.E. Rongen en H.L.E. Verhagen, 'Zekerheidsrechten op naam van een 'trustee' (I) en (II)', *WPNR* 2001-6459 en 6460, p. 813-823 en 840-846.

Kronenberg 1994

R.A. Kronenberg, 'Grotere onafhankelijkheid van trustees bij leningen in trustverband', *V&O* 1994-9, p. 95-96.

Kuipers 1993

P. Kuipers, 'Selling restrictions in toondervorderingen, blokkeringsregelingen in stapled shares', *Maandblad NV* 1993-2, p. 41-47.

Kuijl 2002

J.G. Kuijl, 'Het onderscheid tussen eigen en vreemd vermogen bij de verschaffing van venture kapitaal', *O&F* 2002-50, p. 2-7.

Van Leeuwe 1981

M.V.M. van Leeuwe, 'De in aandelen converteerbare obligaties. Enkele fiscale aspecten', *Maandblad NV* 1981-6, p. 93-102.

Leijten 1992

A.F.J.A. Leijten, 'Uitkoop minderheidsbelangen en optierechten', *V&O* 1992-3, p. 29-30.

Leijten 1999

A.F.J.A. Leijten, 'Tien jaar uitkoop- en geschillenregeling (I)', *Ondernemingsrecht* 1999-8, p. 204-209.

Lewis, Rogalski en Seward 1999

C.M. Lewis, R.J. Rogalski en J.K. Seward, 'Is Convertible Debt a Substitute for Straight Debt or for Common Equity?', *Financial Management*, 1999-3, p. 5-27.

De Liefde 1951

J.J. de Liefde, *De Nederlandse converteerbare obligatie*, publicatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam, Leiden: H.E. Stenfert Kroese NV 1951.

Liem en Ex 2000

T.H. Liem en D.J. Ex, 'Tracking stock: een alternatief voor splitsing van beursvennootschappen?', *Ondernemingsrecht* 2000-11, p. 313-317.

Linssen 1995

J.G.A. Linssen, 'Samenhangende rechtsverhoudingen in het contractenrecht', *NJB* 1995-34, p. 1265-1274.

Losbl. Contractenrecht

A.R. Bloembergen en W.M. Kleijn (red.), *Losbladige Contractenrecht*, Deventer: Kluwer 1972-1992.

Losbl. Rp.

Rechtspersonen, commentaar op Boek 2 BW (losbl.), Kluwer.

Losbl. Verbintenissenrecht

E.H. Hondius (red.), *Losbladige Verbintenissenrecht*, Deventer: Kluwer.

Losecaat Vermeer 1930/1

P.A.J. Losecaat Vermeer, 'De overeenkomst van geldleening (I)', *WPNR* 1930-3157, p. 411-413.

Losecaat Vermeer 1930/2

PA J Losecaat Vermeer, 'De overeenkomst van geldleening (III)', *WPNR* 1930-3159, p 431-434

Lutter en Hirte 2000

M Lutter en H Hirte (red), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York Walter de Gruyter 2000

Maeijer 1979

J M M Maeijer, 'De oprichting, het bijeenbrengen van het kapitaal', in W C L van der Grnten en J M M Maeijer (red), *Het vennootschapsrecht en de Tweede E E G-richtlijn*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 18, Deventer Kluwer 1979, p 3-17

Maeijer 1985

J M M Maeijer, 'Emissie en inkoop van aandelen bij de b v', in W C L van der Grnten, J M M Maeijer en H J M N Honée (red), *De besloten vennootschap*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 25, Deventer Kluwer 1985, p 51-65

Maeijer 2002

J M M Maeijer, 'De reikwijdte van art 9 eerste EG-richtlijn met betrekking tot de vertegenwoordiging bij NV en BV', in *Mok-aria* (Mok-bundel), Deventer Kluwer 2002, p 195-201

Mann, Moore en Ramanlal 1999

S V Mann, W T Moore en P Ramanlal, 'Timing of Convertible Debt Issues', *Journal of Business Research* 1999-45, p 101-105

Maschhaupt en Storm 1978

J H Maschhaupt en P M Storm, *De Tweede EEG-Richtlijn inzake vennootschapsrecht*, preadviezen Vereniging 'Handelsrecht' en Nederlandse Vereniging voor Europees Recht, Zwolle W E J Tjeenk Willink 1978

McCoole 2000

C McCoole, 'Mandatory convertible reset structures, in I Nelken (red), *Handbook of Hybrid Instruments Convertible Bonds, Preferred Shares, Lyons, ELKS, DECS and other Mandatory Convertible Notes*, Chichester, John Wiley & Sons, Ltd 2000, p 115-131

Meijers 1948

E.M. Meijers, *Algemene leer van het burgerlijk recht. Deel 1. De Algemene Begrippen van het Burgerlijk Recht*, tweede druk, Leiden: Universitaire Pers Leiden 1948.

Menkveld 1993

J.W. Menkveld, 'De meerpartijenovereenkomst, een visie', *NbbW* 1993-1, p. 11-12.

Metzelaar 1994

A.C. Metzelaar, 'Statutaire intrekking van aandelen', *V&O* 1994-10, p. 107-109.

Molenaar 2001

F. Molenaar, in: F. Molenaar, H.J. Pabbruwe en W.H.G.A. Filott, *Kredietverlening*, tweede druk, Serie Bank- en effectenrecht, deel 5, Deventer: Kluwer 2001.

Moore 2000

W.T. Moore, 'The Life Cycle of Convertibles and Warrants', in: I. Nelken (red.), *Handbook of Hybrid Instruments. Convertible Bonds, Preferred Shares, Lyons, ELKS, DECS and other Mandatory Convertible Notes*, Chichester, John Wiley & Sons, Ltd. 2000, p. 61-81.

Van Moorsel 2001

R.C.M. van Moorsel, 'Het gewicht van de letter in zekerheidsdocumentatie', *Dossier Onderneming, Financiering en Recht* 2001-49, p. 83-88.

Moret 1936

B. Moret, 'Eenige beschouwingen omtrent de beteekenis van Art. 38a, derde lid W. v. K.', *Maandblad NV* 1936-3, p. 75-77.

Van Mourik 1988

M.J.A. van Mourik, 'Noviteiten in de aan de fiscaliteit onderworpen vennootschapspraktijk', in: H.J.M.N. Honée e.a. (red.), *Van vennootschappelijk belang* (Maeijerbundel), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1988, p. 161-169.

Van Mourik 2000

M.J.A. van Mourik, 'Aandelen en nieuw erfrecht', in: J.B. Huizink e.a. (red.), *A-T-D* (Van Schilfgaarde-bundel), Deventer: Kluwer 2000, p. 315-320.

Van Mourik en Verstappen 1997

M.J.A. van Mourik en L.C.A. Verstappen, *Handboek voor het Nederlands vermogensrecht bij echtscheiding*, derde druk, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1997.

Mijnssen en Schut 1991

F.H.J. Mijnssen en G.H.A. Schut, *Bezit, levering en overdracht*, Studiepockets privaatrecht, nr. 26, derde druk, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1991.

Naylor 1996

B. Naylor, 'Stocks that bloom in the spring', *Investors Chronicle* 31 mei 1996, p. 18.

Nelken 2000

I. Nelken, 'Japanese reset convertible bonds and other advanced issues in convertible bonds', in: I. Nelken (red.), *Handbook of Hybrid Instruments. Convertible Bonds, Preferred Shares, Lyons, ELKS, DECS and other Mandatory Convertible Notes*, Chichester, John Wiley & Sons, Ltd. 2000, p. 133-141.

Nethe 2003

M. Nethe, 'Goed schuldeiserschap en onderhands dwangakkoord', in: H. Boschma e.a., *LT. Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar Handelsrecht en Ondernemingsrecht aan de RUG*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 44, Deventer: Kluwer 2003, p. 213-228.

Van Nierop 1932

H.A. van Nierop, 'Het rechtskarakter der obligatieleening (I) en (II, slot)', *WPNR* 1932-3281 en 3282, p. 525-527 en 537-539.

Nieuwe Weme 2001

M.P. Nieuwe Weme, 'Twee gaten in de biedingsregeling', *Ondernemingsrecht* 2001-17, p. 509-513.

Nieuwe Weme 2002

M.P. Nieuwe Weme, 'Het consultatiedocument verplicht bod', *Ondernemingsrecht* 2002-7, p. 206-213.

Nieuwe Weme 2004

M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod op effecten* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 80, Deventer: Kluwer 2004.

Nieuwe Weme en Van Solinge 2002

M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, 'Vijfentwintig aanbevelingen voor de tweede fase' in: B.M. van Beek e.a., *Een bewezen bestaansrecht*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer: Kluwer 2002, p. 257-284.

Noddings, Christoph en Noddings 2001

T.C. Noddings, S.C. Christoph en J.G. Noddings, *The international handbook of convertible securities. A global guide to the convertible market*, 2nd edition, Chicago en Londen: Fitzroy Dearborn Publishers 2001.

Nolst Trenité 1960

J.G. Nolst Trenité, 'Perikelen bij dubbele claimemissies', delen I en II, *ESB* 14 september 1960 en 16 november 1960, p. 908-909 en 1104-1106.

Nolst Trenité 1961

J.G. Nolst Trenité, 'De compensatie voor houders van converteerbare obligaties bij uitgifte van nieuwe aandelen', *ESB* 19 april 1961, p. 405-406.

Nolst Trenité en Treep 1961

J.G. Nolst Trenité en A. Treep, 'De converteerbare obligatie', met naschrift S.W. Prins, *ESB* 6 december 1961, p. 1158-1159.

Noordman 1978

Th. Noordman, 'Hoe convertibel is de converteerbare obligatie?', *ESB* 8 februari 1978, p. 143-146.

Norbruis 1993

R.W.Th. Norbruis, 'Conversie van aandelen in andersoortige aandelen', in: F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993, p. 145-157.

Nowotny 2000

C. Nowotny, 'Wandel- und Optionsanleihen in Österreich', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 176-211.

Olaerts en Hamers 2003

M. Olaerts en J.J.A. Hamers, 'Van schuldeiser tot kapitaalverschaffer: meerdere wegen leiden naar Rome', *S&V* 2003-4, p. 140-153.

Van Olffen 1997

M. van Olffen, 'Conversie van aandelen', *WPNR* 1997-6253, p. 49-52.

Van Olffen 1998

M. van Olffen, 'Corporate bloopers en Boek 3 BW', *TVVS* 1998-10, p. 289-293.

Van Olffen 1999/1

M. van Olffen, 'Splitsing; enige civielrechtelijke aspecten', *MBB* 1999-2, p. 50-53.

Van Olffen 1999/2

M. van Olffen, 'Splitsing en samenvoeging van aandelen. Een reactie', *Ondernemingsrecht* 1999-13, p. 368-369.

Van Olffen 2000

M. van Olffen, *Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 64, Deventer: Kluwer 2000.

Van Olffen 2002

M. van Olffen, 'Juridische en niet juridische splitsing in concernverband', in: *Concernverhoudingen*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 69, Deventer: Kluwer 2002, p. 97-124.

Oostwouder 1993

W.J. Oostwouder, 'Beschermingsprefs: een huis gebouwd op de rots of op het zand?', *TVVS* 1993-2, p. 29-34.

Out 2002

J.C. Out, 'Bestaande en (nog) niet bestaande vorderingen', *GOM* 2002-XIX, p. 63-95.

Pabbruwe 1974

H.J. Pabbruwe, 'Verbruikleen in Boek 7 N.B.W.', *WPNR* 1974-5253, p. 149-154.

Pabbruwe 1979

H.J. Pabbruwe, *Verbruikleen*, Serie Bijzondere Contracten 9, Alphen aan den Rijn: H.D. Tjeenk Willink 1979.

Pabbruwe 1997

H.J. Pabbruwe, Boekbespreking: B. Wessels, *Achtergestelde vorderingen*, Studiepockets Privaatrecht, nr. 54, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1997, *RM Themis* 1997-9, p. 375-377.

Pabbruwe 1998

H.J. Pabbruwe, 'De achtergestelde geldlening nog eens ontrafeld', *WPNR* 1998-6338, p. 766-771.

Van Pappelendam-Hemmen 2000

E.M. van Pappelendam-Hemmen, 'Wetsvoorstel 27 164 tot wijziging van de Wge', *Ondernemingsrecht* 2000-13, p. 376-381.

Parl. Gesch. Aanpassing BW (Inv. 3, 5 en 6)

W.H.M. Reehuis en E.E. Slob, *Parlementaire Geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Invoering Boeken 3, 5 en 6. Aanpassing Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 1991.

Parl. Gesch. Boek 3

C.J. van Zeven en J.W. du Pon, *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Boek 3. Vermogensrecht in het algemeen*, Deventer: Kluwer 1981.

Parl. Gesch. Boek 3 (Inv. 3, 5 en 6)

W.H.M. Reehuis en E.E. Slob, *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Invoering Boeken 3, 5 en 6. Boek 3. Vermogensrecht in het algemeen*, Deventer: Kluwer 1990.

Parl. Gesch. Boek 6

C.J. van Zeven en J.W. du Pon, *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek. Boek 6. Algemeen gedeelte van het verbintenissenrecht*, Deventer: Kluwer 1981.

Van der Pauw en Stevens 1999

A.E. van der Pauw en T.M. Stevens, Bookbuilding op de Nederlandse markt, *Ondernemingsrecht* 1999-3, p. 73-78.

Peek 1997

J.W. Peek, 'Cessie van obligo', *WPNR* 1997-6293, p. 807-811.

Peelen 2002

G. Peelen, 'Kansen voor convertibles', *Effect* 2002-5, p. 24-25.

Perrick 1984

S. Perrick, 'De B.V., voor en bij haar oprichting', *WPNR* 1984-5708, p. 501-507.

Perrick 1992

S. Perrick, 'De (converteerbare) obligatielening onder het (nieuwe) burgerlijk wetboek', in: S.D. Borsboom e.a. (red.), *Erudita Ignorantia*, Arnhem: Gouda Quint 1992, p. 121-128.

Perrick 1995

S. Perrick, *Converteerbare obligaties*, NIBE-Bankjuridische Reeks, nr. 27, Amsterdam: NIBE 1995.

Perrick 1996

S Perrick, 'De overdraagbaarheid van wilsrechten, in het bijzonder van rechten tot het nemen van aandelen', in S C J J Kortmann e a (red), *Op recht* (Struycken-bundel), Zwolle W E J Tjeenk Willink 1996, p 243-253

Perrick 2001

S Perrick, 'Nieuwe voorwaarden van Euronext met betrekking tot 'initial public offerings'', *Ondernemingsrecht* 2001-8, p 221-226

Perrick 2002

S Perrick, 'Hoofdstuk 10 De Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen', in M W den Boogert e a , *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen AA Libri 2002, p 209-230

Perrick en De Serière 1991

S Perrick en VPG de Seriere, *Effecten (algemeen deel)*, Deventer Kluwer 1991

Du Perron 1999

C E du Perron, *Overeenkomst en derden Een analyse van de relativiteit van de contractswerking* (diss Amsterdam UvA), Deventer Kluwer 1999

Pitlo 1979

A Pitlo, *Het Nederlands burgerlijk wetboek, deel 3, Algemeen deel van het verbintenissenrecht*, achtste druk, door M F H J Bolweg, Arnhem Gouda Quint 1979

Pitlo/Raaijmakers 2000

A Pitlo, *Het Nederlands burgerlijk recht Deel 2 Rechtspersonenrecht*, vierde druk, door M J G C Raaijmakers, Arnhem Gouda Quint 2000

Plate 1974

A Plate, *Niet volgestorte aandelen* (diss Rotterdam), Serie Monografieën vanwege het Van der Heyden Instituut, deel 11, Deventer Kluwer 1974

Polak/Scheltema/Meijer 1993

FG Scheltema, *Mr M Polak's handboek voor het Nederlandse handels- en faillissementsrecht Deel III (eerste gedeelte) Wissel- en chequerecht Algemeen deel*, bewerkt door WR Meijer, Alphen aan den Rijn Samsom H D Tjeenk Willink 1993

Portengen en Groot 2004

H J Portengen en K E Groot, 'Conversie van aandelen', *Ondernemingsrecht* 2004-6, p 200-207

Prins 1961

S W Prins, 'De converteerbare obligatie', *ESB* 4 oktober 1961, p 923

Prinsen 1997

J J Prinsen, 'De converteerbare obligatie en de splitsing van een vennootschap', *Maandblad NV* 1997-5, p 138-144

Prinsen 1998

J J Prinsen, 'De positie van de obligatiehouder als kapitaalverschaffer', in S C J J Kortmann e a (red), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer W E J Tjeenk Willink 1998, p 557-600

Raaijmakers en Verstappen 2002

M J G C Raaijmakers en L C A Verstappen, *Onderneming en overdracht onder algemene titel*, preadvies Vereniging 'Handelsrecht', Deventer W E J Tjeenk Willink 2002

Rank 1996

W A K Rank, *Geld, geldschuld en betaling* (diss Leiden), Serie recht en praktijk, deel 94, Deventer Kluwer 1996

Rank 2002

W A K Rank, 'Hoofdstuk 2 Wat zijn effecten?', in M W den Boogert e a , *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen AA Libri 2002, p 19-49

Rank-Berenschot 1997

E B Rank-Berenschot, *Verpanding van vorderingen*, NIBE-Bankjuridische Reeks, nr 33, Amsterdam NIBE 1997

Rank-Berenschot 1998

E B Rank-Berenschot, 'Het Wge-aandeel een recht op naam van eigen aard', in S C J J Kortmann e a (red), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer W E J Tjeenk Willink 1998, p 149-167

Rensen 2001

G J C Rensen, 'Statutaire aanbiedings- en overnameverplichtingen van aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2001-16, p 484-489

Ritchie 1995

J C Ritchie, 'Chapter 14 Convertible Securities', in F J Fabozzi en T Dessa Fabozzi (red), *The handbook of fixed income securities*, vierde druk, Burr Ridge-New York 1995, p 290-306

Rietkerk 1973

G. Rietkerk, 'De converteerbare obligatie', *MAB* 1973-9, p. 396-417.

Rietkerk 1975

G. Rietkerk, 'Conversie van converteerbare obligaties', *Maandblad NV* 1975-4, p. 74-78.

Rijk 1936

W.A. Rijk, 'Bekrachtiging door den Rechter van besluiten, genomen ingevolge de Wet op de vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder', *Maandblad NV* 1936-6, p. 169-172.

Ritsema 1998

J.J.J. Ritsema, 'Reverse Convertible Notes', *Effect* 1998-7, p. 12-13.

Roest 1996

J. Roest, *Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten* (diss. Nijmegen), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 48, Deventer: Kluwer 1996.

Rongen 1999

M.H.E. Rongen, 'De trustee bij obligatieleningen, in het bijzonder de security trustee', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Vertegenwoordiging en Tussenpersonen*, Serie Onderneming en Recht, deel 17, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 307-348.

De Rooy 1997

R.E. de Rooy, 'Toewijzingsperikelen bij emissies: een gordiaanse knoop?', *Bank- en Effectenbedrijf* 1997-9, p. 27-31.

De Rooy 2003

R.E. de Rooy, *Emissies op de Nederlandse markt*, derde druk, Serie Bank- en Effectenrecht, deel 13, Deventer: Kluwer 2003.

Roos, Dortmund, Van der Grinten en Santen 1993

Reacties van P. Roos, P.J. Dortmund en W.C.L. van der Grinten op A.H.M. Santen, 'Quasi-inbreng na het feest', *WPNR* 1993-6100, p. 549-550, met naschrift van A.H.M. Santen, *WPNR* 1993-6115, p. 898-901.

Sanders en Westbroek 1998

P. Sanders en W. Westbroek, *BV en NV. Het nieuwe ondernemingsrecht*, achtste druk, door F.K. Buijn en P.M. Storm, Deventer: Kluwer 1998.

Santen 1993

A.H.M. Santen, 'Quasi-inbreng na het feest', *WPNR* 1993-6100, p. 549-550.

Schadee 1923

H.M.A. Schadee, 'Opmerkingen over naamloze vennootschapsrecht, speciaal over preferente aandelen', *ESB* 1923, p. 43-45.

Schadee 1924

H.M.A. Schadee, 'Verflauwing der grenzen? Obligatiehouders-aandeelhouders', *Maandblad NV*, 1924, p. 223-225.

Schäfer 2000

F.A. Schäfer, 'Wandel- und optionsanleihen in Deutschland. Praxisprobleme von Equity-linked-Emissionen', in: M. Lutter en H. Hirte (red.), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlijn-New York: Walter de Gruyter 2000, p. 62-85.

Schaink 2003

P.R.W. Schaink, 'Surséance als vehikel voor *debt-for-equity swaps*', *Ondernemingsrecht* 2003-5, p. 173-179.

Scheffer 1960

C.F. Scheffer, 'De converteerbare obligatie als beleggingsobject en financieringsfiguur', *Economisch kwartaaloverzicht Amsterdamse bank* 1960-129, p. 3-21.

Scherreik 1999

S. Scherreik, 'Convertibles Calm Your Ride', *Money* 1999-3, p. 51.

Van Schilfgaarde 1985

P. van Schilfgaarde, 'De besloten vennootschap – kapitaalbescherming en nadere profilering ten opzichte van de NV', *Maandblad NV* 1985-1, p. 1-5.

Van Schilfgaarde/Winter 2003

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, dertiende druk, bewerkt door J. Winter, Deventer: Kluwer 2003.

Schutte-Veenstra 1991

J.N. Schutte-Veenstra, *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG. Een studie naar de uitvoering van de tweede EEG-richtlijn op het gebied van het vennootschapsrecht in de Lid-Staten* (diss. Groningen), Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 12, Deventer: Kluwer 1991.

Schutte-Veenstra 1995

J N Schutte-Veenstra, 'De curator en de stortingsplicht op aandelen', *TvI* 1995-6, p 124-131

Schutte-Veenstra 2000

J N Schutte-Veenstra, 'Denominalisatie van aandelen', in J B Huizink e a (red), *A-T-D* (Van Schilfgaarde-bundel), Deventer Kluwer 2000, p 375-388

Schutte-Veenstra 2003

J N Schutte-Veenstra, 'De stortingsplicht in geld bij oprichting, WTN en Bas-C', in H Boschma e a , *LT Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Viro Timmerman ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar Handelsrecht en Ondernemingsrecht aan de RUG*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 44, Deventer Kluwer 2003, p 255-266

Schuttevâer 1957

H Schuttevâer, 'Het reele element in de verbruiklening en de schenking van hand tot hand', *RM Themis* 1957, p 481-515

Schwarz 1986

C A Schwarz, *Blokkering van aandelen* (diss Leiden), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 27, Deventer Kluwer 1986

Schwarz 1999

C A Schwarz, 'Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 1999-16, p 436-441

Schwarz 2000

C A Schwarz, 'Het rechte pad, nogmaals beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 2000-2, p 60-62

Skog 2000

R Skog, 'Convertible bonds and subscription warrants in Sweden', in M Lutter en H Hirte (red), *Wandel- und Optionsanleihen in Deutschland und Europa*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 16, Berlin-New York Walter de Gruyter 2000, p 242-264

Slagman 1996

R Slagman, 'CAL's als financieringsvorm voor fusie en overname', *F&O* 1996-1/2, p 7-12

Slagter 1985

W.J. Slagter, 'Gedachten over kapitaalbescherming bij de BV', *TVVS* 1985-9, p. 213-218.

Slagter 1992

W.J. Slagter, 'De invoering van de Boeken 3, 5 en 6 NBW en het rechtspersonenrecht', *TVVS* 1992-1, p. 1-6.

Slagter 1994/1

W.J. Slagter, 'Rechtspraak. Vennootschapsrecht. Uitkoop', *TVVS* 1994-8, p. 215-217.

Slagter 1994/2

W.J. Slagter, Boekbespreking: Van Solinge 1994, *RM Themis* 1994-6, p. 292-298.

Slagter 1996

W.J. Slagter, *Compendium van het ondernemingsrecht*, zevende druk, Deventer: Kluwer 1996.

Slagter 1997

W.J. Slagter, 'Uitgifte en plaatsing van aandelen', in: W.J. Slagter e.a., *Geldeffecten* (Bundel Jonge Balie Congres 1997), 's-Gravenhage: Sdu 1997, p. 11-20.

Slagter 1999

W.J. Slagter, Boekbespreking: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, *Ondernemingsrecht* 1999-10, p. 283-285.

Slagter 2002

W.J. Slagter, 'Rampspoeden zijn ons bespaard gebleven', *NJB* 2002-9, p. 407.

De Smalen 1975

B. de Smalen, *Effectenbeurs, effectenbedrijf en effectenverkeer*, Amsterdam: J.H. de Bussy 1975.

Smid 1997

P.P.M. Smid, *Nieuwe Financiële Instrumenten. Theorie en Cases* (diss. Groningen), Groningen: 1997.

Snijders 1999

W. Snijders, 'Wilsrechten, in het algemeen en in het nieuwe erfrecht (I)', *WPNR* 1999-6365, p. 558-565.

Snijders en Rank-Berenschot 2001

H.J. Snijders en E.B. Rank-Berenschot, *Goederenrecht*, Studiereeks Burgerlijk Recht, deel 2, derde druk, Deventer: Kluwer 2001.

Van Solinge 1994

G. van Solinge, *Grensoverschrijdende juridische fusie* (diss. Amsterdam VU), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 44, Deventer: Kluwer 1994.

Van Solinge 1995

G. van Solinge, 'Juridische fusie in (internationaal) perspectief' *Maandblad NV* 1995-9, p. 170-176.

Van Solinge 1999

G. van Solinge, "Storting' bij splitsing', *WPNR* 1999-6369, p. 637-638.

Van Solinge 2001

G. van Solinge, 'Het openbaar bod in Wte 1995 en Bte 1995', *Ondernemingsrecht* 2001-17, p. 503-509.

Van Solinge en Nieuwe Weme 1999

G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, *Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen*, Serie Onderneming en Recht, deel 16, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999.

Van Solinge en Nieuwe Weme 2000

G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, 'Het verbod tot het treffen van beschermingsmaatregelen bij een openbaar bod op aandelen (artikel 8 dertiende EG-Richtlijn)', *Ondernemingsrecht* 2000-4/5, p. 94-104.

Van Solinge en Prinsen 1999

G. van Solinge en J.J. Prinsen, 'Ongewenste effecten in Boek 2 BW', *Ondernemingsrecht* 1999-7, p. 186-191.

Van der Staay 1993

J.W. van der Staay, 'Meldings- informatie- en overlegverplichtingen', in: F.J.P. van den Ingh e.a., *Converteerbare obligaties en aandelen*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer: Kluwer 1993, p. 159-181.

Steenbeek 1986

A.C. Steenbeek, 'Het keuzerecht bij de alternatieve verbintenissen', *GOM* 1986-III, p. 69-88.

Stichting economisch onderzoek 1963

Emissiebedrijvigheid en financiële structuur van ondernemingen, publicatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam, Leiden: H.E. Stenfert Kroese NV 1963.

Suijling II-1 1934

J.Ph. Suijling, *Inleiding tot het Burgerlijk Recht, 2e Stuk. 1e Gedeelte*, tweede druk, Haarlem: De Erven F. Bohn 1934.

Suijling II-2 1936

J.Ph. Suijling, *Inleiding tot het Burgerlijk Recht, 2e Stuk. 2e Gedeelte*, tweede druk, Haarlem: De Erven F. Bohn 1936.

T&C Ondernemingsrecht

J.H. Nieuwenhuis e.a. (red.), *Tekst & Commentaar. Ondernemingsrecht*, tweede druk, Deventer: Kluwer 2002.

Tekst Meijers Boek 6

E.M. Meijers, *Ontwerp voor een Nieuw Burgerlijk Wetboek. Tekst derde gedeelte (Boek 6)*, 's-Gravenhage: Staatsdrukkerij en Uitgeverijbedrijf 1961.

Tekst Meijers Boek 7

E.M. Meijers, *Ontwerp voor een Nieuw Burgerlijk Wetboek. Tekst vierde gedeelte (Boek 7)*, 's-Gravenhage: Staatsdrukkerij en Uitgeverijbedrijf 1972.

Tekstra 1990

A.J. Tekstra, 'De overdracht en verpanding van toekomstige vorderingen en de rechten van derden', *NJB* 1990-20, p. 740-743.

Thielen 1989

J.E.D.M. Thielen, 'Opmerkingen over inbreng van schulden in een NV of BV', *TVVS* 1989-4, p. 85-89.

Timmerman 1998

L. Timmerman, 'Vennootschapsrechtelijk vernuft', *TVVS* 1998-6, p. 171.

Timmerman 2004

L. Timmerman, 'Tussentijdse uitgifte van bonusaandelen', *Ondernemingsrecht* 2004-3, p. 91-92.

Timmermans 2003

R.A.F. Timmermans, 'Opheffing van een aandelensoort bij 'tracking stock'', *Ondernemingsrecht* 2003-7, p. 248-254.

Toelichting Meijers Boek 1-4

E.M. Meijers, *Ontwerp voor een Nieuw Burgerlijk Wetboek. Toelichting eerste gedeelte (Boek 1-4)*, 's-Gravenhage: Staatsdrukkerij en Uitgeverijbedrijf 1954.

Toelichting Meijers Boek 6

E.M. Meijers, *Ontwerp voor een Nieuw Burgerlijk Wetboek. Toelichting derde gedeelte (Boek 6)*, 's-Gravenhage: Staatsdrukkerij- en Uitgeverijbedrijf 1961.

Toelichting Meijers Boek 7

E.M. Meijers, *Ontwerp voor een Nieuw Burgerlijk Wetboek. Toelichting vierde gedeelte (Boek 7)*, 's-Gravenhage: Staatsdrukkerij en Uitgeverijbedrijf 1972.

Uniken Venema 1972

C.Æ. Uniken Venema, 'Het bewind van de 'trustee' bij obligatieleningen volgens het gewijzigd ontwerp voor het derde Boek N.B.W.', *WPNR* 1972-5184, p. 349-354.

Van Veen 2003

W.J.M. van Veen, 'Kwaliteitseisen en beperkingen aan het aandeelhouderschap (I)', *WPNR* 2003-6541, p. 567-571.

Veld 1989

C.H. Veld, 'Het gebruik van een warrant-obligatielening als alternatief voor een converteerbare obligatielening', *MAB* 1989-6, p. 219-227.

Veld en Verboven 1990

C.H. Veld en A.H.F. Verboven, *De waardering van conversierechten van Nederlandse converteerbare obligaties*, Tilburg: Tilburg University, Department of Economics 1990.

Van der Velden 1997

J.W.P.M. van der Velden, 'Contractuele prospectusaansprakelijkheid', *Maandblad NV* 1997-5, p. 145-149.

Verdam 2001

A.F. Verdam, 'Kroniek ondernemingsrecht', *NTBR* 2001-7, p. 358-363.

Verhagen en Rongen 2000

H.L.E. Verhagen en M.H.E. Rongen, *Cessie. De overdracht van vorderingen op naam*, preadviezen Vereniging voor Burgerlijk Recht, Deventer: Kluwer 2000.

Verhoeven 2004

J.J. Verhoeven, 'Contractoverneming', *Contracteren* 2004-1, p. 5-10.

Verjans 2002

R.L.S. Verjans, 'Dematerialisatie van toondereffecten', *WPNR* 2002-6495, p. 465-471.

Verstappen 1996

L.C.A. Verstappen, *Rechtsopvolging onder algemene titel* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1996.

Verstijlen 1999

F.M.J. Verstijlen, 'Het onverplichtheidsvereiste bij de (faillissements)pauliana', *TvI* 1999-6, p. 127-131.

Van de Vorst en Schild 2003

M.H. van de Vorst en W.L. Schild, 'Herstructurering van obligatieleningen', *JutD* 2003-15, p. 23-32.

Voûte 1991

A. Voûte, *Aandelen voor werknemers. Motivatie door participatie* (diss. Nijmegen), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 38, Deventer: Kluwer 1991.

Voogd 1989

R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen* (diss. Nijmegen), Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 32, Deventer: Kluwer 1989.

Wessels 1995

B. Wessels, 'Enkele insolventievragen bij de positie van de achtergestelde crediteur', *TvI* 1995-1, p. 7-12.

Wessels 1997/1

B. Wessels, *Achtergestelde vorderingen*, Studiepockets privaatrecht, nr. 54, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1997.

Wessels 1997/2

B. Wessels, 'Splitsing van het onsplitsbare? Enige vermogensrechtelijke kanttekeningen bij 'splitsing' als rechtshandeling tot overgang van vermogen van een rechtspersoon onder algemene titel', *S&V* 1997-6, p. 175-185.

Westeneng 1996

R.M. Westeneng, 'Converteerbare prefs: klein maar fijn', *Effect* 1996-10, p. 12-13.

Willemse 1978

P. Willemse, 'Moeilijkheden rond de verbruikleen in het Nieuwe BW', *WPNR* 1978-5426, p. 169-172.

Willemse 1978

P. Willemse, 'Waar gaat het eigenlijk om bij de nieuwe opzet van de verbruikleen van geld in titel 2 van boek 7 van het nieuwe BW', *WPNR* 1979-5479, p. 299-304.

Winter 1995

J.W. Winter, 'Moet artikel 2:105/216 BW worden verduidelijkt?', in: P. van Schilfgaarde e.a., *Knelpunten in de vennootschapswetgeving*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 24, Deventer: Kluwer 1995, p. 109-122.

Winters 2002

B. Winters, 'Bestuursbesluit als externe rechtshandeling?', *V&O* 2002-11, p. 189-193.

Wit 1996

F.C. Wit, *Why Not Call Dutch Convertibles?*, NIBE-katern, nr. 31, Amsterdam: NIBE 1996.

Wood 1995

Philip R. Wood, *Law and practice of international finance. International loans, bonds and securities regulation*, Londen: Sweet & Maxwell 1995.

Woodson 2002

H. Woodson, *Global Convertible Investing. The Gabelli Way*, John Wiley & Sons, Inc. 2002.

Zaman 1991

D.F.M.M. Zaman, 'Conversie van aandelen', *Maandblad NV* 1991-1, p. 7-10.

Zaman 1994

D.F.M.M. Zaman, *Nieuwe bepalingen omtrent uitgifte en levering van aandelen op naam*, preadvies Vereeniging 'Handelsrecht', Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994.

Zaman 1995

D.F.M.M. Zaman, 'Conversie van effecten', *Dossier Onderneming, Financiering en Recht* 1995-22, p. 16-19.

Zaman 1999

D.F.M.M. Zaman, 'Agio doet weer opgeld', *Ondernemingsrecht* 1999-2, p. 46-48.

Van Zeben 1998

C.J. van Zeben (red.), *Compendium bijzondere overeenkomsten*, Deventer. Kluwer 1998

Zwemmer 1999

J.W. Zwemmer, *Fiscale aspecten van optierechten en verblijfsbedingen*, tweede druk, Fiscale Monografieën, deel 45, Deventer. Kluwer 1999.

Van der Zwet 1999

A. van der Zwet (red.), *Toezicht op banken*, Serie Bank- en Effectenbedrijf, deel 43, Amsterdam NIBE 1999.

ARTIKELENREGISTER

Er wordt verwezen naar paragrafen.

Besluit financiële bijsluiter		2:78a	2.3.2, 3.10.1
1	3.12.4	2:79 lid 1	2.2, 3.11, 4.5.1
		2:80 lid 1	2.3.1, 2.5.1, 2.6.2, 5.4.3, 5.8.2
Bte 1995			
2 lid 2	3.12.4	2:80 lid 2	2.3.1
		2:80 lid 3	2.5.1, 5.4.2
		2:80 lid 4	2.5.1, 2.5.1
Boek 2 BW		2:80a	2.3.1
2:5	2.3.2, 4.5.1	2:80a lid 1	2.5.1, 5.4.2
2:7	4.5.1, 5.4.2	2:80a lid 3	5.4.3
2:8	2.2, 3.10.1, 5.3.4, 7.2.2, 7.3.3	2:80b	2.3.1
2:9	2.5.1, 5.4.2	2:80b lid 1	2.5.1
2:14 lid 2	2.3.7	2:80b lid 2	2.5.1
2:15 lid 1	3.10.1, 4.4.2, 5.3.4	2:81	2.2, 2.5.1, 2.6.1, 3.11
2:15 lid 3	5.3.4	2:82 lid 3	2.5.1, 2.5.3, 5.4.3
2:16 lid 2	2.3.6, 2.3.7, 3.10.4, 4.3.4, 4.5.1	2:85	2.2, 2.5.2
2:18	2.3.1	2:86	2.4, 2.5.4, 3.11
2:19	2.3.1	2:86 lid 1	2.3.1
2:21 lid 1	2.5.1	2:86 lid 2	3.11
2:23b lid 1	2.2, 3.10.3, 3.10.7	2:86a	2.5.4
2:24 lid 4	2.2	2:86c	2.5.4
2:25	2.5.1	2:86c lid 1	2.5.4
2:45	2.3.7	2:86c lid 2	2.5.4
2:63j lid 1	1.2	2:87	4.6.1
2:64 lid 1	2.2, 3.11, 4.5.1	2:87 lid 1	2.2
2:64 lid 2	2.3.1	2:87a lid 1	4.6.5
2:67 lid 1	2.2, 3.11, 3.12.1	2:90 lid 1	2.5.1
2:67 lid 4	4.5.1	2:92 lid 1	3.11
2:67a lid 1	2.2	2:92 lid 2	2.2, 3.11, 5.3.4
2:69 lid 1	3.12.1	2:92a	7.1, 7.2.1, 7.2.2, 7.2.3, 7.5.6
2:69 lid 2	2.5.1	2:94	5.6.1
2:71 lid 1	2.3.1	2:94 lid 1	5.6.1, 5.6.2
2:72 lid 3	2.3.1	2:94 lid 2	2.3.6
2:74 lid 2	2.5.1	2:94 lid 2	5.6.2

2:94a	2.5.1, 2.6.4, 5.4.2, 5.4.2, 7.5.3	2:105 lid 9	3.7, 3.10.6, 3.10.7
		2:105 lid 10	3.11
2:94a lid 2	5.6.1, 5.8.3	2:107 lid 1	3.10.4, 4.3.2
2:94b lid 1	2.5.1, 2.6.4, 5.4.2, 5.6.1, 5.8.3, 7.5.3	2:107a	2.3.2, 4.3.2
		2:107a lid 2	2.3.6
2:94b lid 2	2.5.1, 2.6.4, 5.4.2, 7.5.3	2:108	2.2
2:94b lid 5	7.5.3, 7.5.3	2:108a	2.2
2:94c	5.4.2, 5.4.2	2:110 lid 1	2.2
2:94c lid 1	5.4.2	2:112	2.2
2:94c (oud)	5.4.2	2:113 lid 1	2.2
2:95	6.4.3	2:114 lid 1	2.2
2:95 lid 1	3.5, 6.4.3	2:117 lid 1	2.2
2:95 lid 2	6.4.3	2:118	3.10.10
2:95a lid 6	5.4.2	2:118 lid 1	3.10.10
2:96	2.3.6, 3.11, 3.12.1, 4.3.3, 4.5.2, 4.6.2, 5.3.3	2:118 lid 7	6.4.4
		2:119 lid 1	3.6
2:96 lid 3	2.5.5, 3.12.1	2:120 lid 1	2.3.4
2:96 lid 4	2.5.5, 3.12.1	2:120 lid 2	2.3.4
2:96 lid 5	3.12.1	2:121	2.5.1, 4.6.2
2:96 lid 1	2.3.1, 2.3.2, 2.3.4, 2.3.6, 4.3.3, 6.6.4	2:122	3.10.3, 6.9.2
		2:128	2.2
2:96 lid 2	3.11	2:129 lid 1	4.3.2
2:96 lid 5	4.3.3, 4.6.2, 4.6.3, 5.3.2, 5.3.3	2:129 lid 3	2.3.2
		2:130	2.3.6, 2.3.7
2:96a	2.2, 2.3.2, 3.10.3, 3.11, 4.4.2, 4.5.2, 4.6.2	2:130 lid 1	2.3.3
		2:130 lid 3	2.3.6, 3.10.4, 4.3.4
2:96a lid 1	4.4.1, 5.6.1, 6.6.4	2:130 lid 4	2.3.3, 6.9.2
2:96a lid 2	4.4.1	2:132	2.3.4
2:96a lid 8	4.4.1, 4.4.2, 4.6.3, 5.3.3	2:134	2.3.4
2:98	3.11, 6.4.3	2:138	5.4.2
2:98 lid 1	2.5.1	2:146	2.3.3, 2.3.5, 2.3.6
2:98 lid 2	3.5, 3.10.9	2:164	2.3.6
2:98 lid 4	2.2	2:164 lid 1	1.2, 2.3.2, 4.3.2, 4.3.3, 6.4.2
2:99	2.2, 2.3.1, 2.5.1, 2.6.1, 3.11, 5.2.3	2:168 (oud)	3.10.7
2:99 lid 6	2.3.4	2:178 lid 3	2.6.1
2:100	3.11, 5.2.3	2:191	2.5.1
2:102 lid 1	2.2	2:191 lid 1	2.5.1
2:102 lid 2	1.2	2:191 lid 3	2.5.1
2:103 lid 1	1.2	2:192	2.5.1
2:105	3.10.4	2:194	2.2
2:105 lid 1	2.2, 3.10.3, 3.10.6	2:195	4.6.1, 4.6.4
2:105 lid 2	2.6.3, 3.7, 3.10.6	2:196 lid 2	3.11

2 199	2 5 1	2 364 lid 4	2 2
2 201a	7 2 3	2 373 lid 1	2 2, 2 6 4, 3 10 8, 3 12 3
2 201a lid 1	7 2 3	2 373 lid 2	2 2
2 202	4 6 4	2 375 lid 1	1 2, 2 2, 3 10 8, 3 12 3
2 203a lid 1	2 6 4	2 377 lid 1	3 10 8
2 204a lid 2	2 6 4	2 377 lid 3	3 10 6
2 204b lid 5	5 4 2	2 377 lid 4	3 10 6
2 205	6 4 3	2 378 lid 1	3 10 8
2 206	4 6 2	2 381	3 10 8
2 206 lid 1	2 3 4	2 389 lid 6	2 6 1
2 206 lid 2	4 6 2, 4 6 3	2 390 lid 1	2 6 1
2 206a	4 6 2	2 392	3 10 8
2 206a lid 6	4 6 3	2 393	2 6 4
2 207 lid 1	2 5 1		
2 208	2 5 1	Boek 3 BW	
2 213 lid 2	4 2 3	3 6	1 7 4, 2 2
2 231	2 5 1, 4 6 2	3 7	1 7 4
2 240	2 3 7	3 13	7 2 2, 7 2 3
2 274 lid 1	1 2, 4 3 2, 4 3 3, 6 4 2	3 33	2 3 2
2 292	2 3 7	3 35	2 3 7
2 309	7 3 3	3 36	1 7 4, 2 3 7
2 311	2 3 1	3 37 lid 1	1 7 5
2 316	7 3 2, 7 3 3	3 38	5 2 3
2 318 lid 1	2 3 4	3 39	1 2, 1 7 5
2 320	7 2 3, 7 3 3, 7 3 4	3 40	1 2
2 320 lid 1	7 3 3	3 40 lid 1	3 10 10
2 322	7 3 3	3 40 lid 2	2 5 1, 3 7, 3 10 10,
2 322 lid 1	7 3 3		4 4 3, 4 5 4
2 334a	7 3 3	3 41	1 2, 2 3 7
2 334e	2 3 1	3 42	1 7 5, 2 3 7, 6 4 3
2 334j	7 3 4	3 44	1 2, 4 2 1
2 334j lid 1	7 3 4	3 45	5 4 2
2 334k	7 3 2	3 51 lid 1	2 3 6
2 334l	7 3 2, 7 3 4	3 53 lid 1	2 3 7
2 334p	7 2 3, 7 3 3, 7 3 4	3 53 lid 2	2 3 7, 4 4 3
2 334p lid 1	7 3 3	3 54	2 3 7, 4 4 3
2 336 lid 1	2 2	3 58	2 3 7
2 343	2 2	3 58 lid 1	4 4 3
2 346	1 5 4, 2 2	3 80	3 11
2 349a	2 3 7	3 80 lid 2	7 3 3
2 356	2 3 7	3 82	1 7 4
2 357 lid 2	2 3 7	3 83	4 6 4
2 362	3 10 8	3 83 lid 1	4 6 4

3:83 lid 3	2.2	6:119a	3.7
3:84 lid 1	2.5.4	6:120	3.7
3:84 lid 2	1.7.5	6:127	5.8.4
3:84 lid 4	5.2.3	6:127 lid 1	5.4.2, 5.6.2
3:86 lid 1	2.5.3	6:127 lid 2	5.6.2, 5.8.4
3:89 lid 1	1.7.5	6:128 lid 1	6.7
3:93	1.7.4, 6.4.2	6:129 lid 1	6.8
3:94	1.7.5	6:130	1.7.4
3:94 lid 1	1.7.5	6:141	6.7
3:98	2.4	6:142	1.7.4
3:109	2.5.3	6:142 lid 1	1.7.4
3:118 lid 1	2.5.3	6:145	1.7.4
3:119 lid 1	2.5.3	6:146	1.7.1, 1.7.4
3:122	5.2.4	6:155	5.8.5
3:277 lid 2	1.6	6:155-158	5.8.5
3:299	1.7.3	6:159	1.7.5, 1.7.5, 4.6.4
3:306	2.5.1	6:159 lid 1	1.7.5, 1.7.5
3:307	2.5.1, 2.5.1	6:160	5.5.3
3:307 lid 1	2.5.1, 3.7	6:160 lid 1	5.6.3
3:308	3.7	6:160 lid 3	6.7
3:313	2.5.1	6:161 lid 1	6.4.2
		6:161 lid 2	6.4.2
		6:161 lid 3	5.6.1
		6:162	5.4.2
		6:203	2.3.7
		6:213	1.2
		6:213 lid 1	2.3.1, 4.2.3, 5.5.3
		6:213 lid 2	1.2, 1.7.5, 5.8.5
		6:216	1.2, 1.7.5, 2.3.1
		6:216 lid 1	2.3.1
		6:217 lid 1	3.12.4, 4.1, 4.2.3, 5.2.2, 7.5.2
		6:218	4.2.3
		6:219 lid 1	4.2.3
		6:219 lid 2	4.2.3
		6:219 lid 3	5.2.1
		6:219-225	4.2.3
		6:227	1.7.5, 1.7.5
		6:228	1.2, 2.3.1, 4.2.1
		6:230	2.3.7
		6:231	1.1, 1.4, 5.5.5
		6:233	1.4
		6:236-238	1.4
Boek 6 BW			
6:2	1.2, 1.7.1, 5.3.4, 6.7		
6:15 lid 1	1.2		
6:16	1.2		
6:18 lid 1	3.5		
6:19	5.2.4		
6:21-26	5.2.3		
6:24	5.2.3		
6:30 lid 1	2.5.1, 3.5, 5.8.2		
6:39 lid 1	6.2.1, 6.3.1		
6:40	6.2.1, 6.3.2		
6:45	5.2.4		
6:48	6.7		
6:48 lid 1	6.7		
6:48 lid 2	6.7		
6:49	6.7		
6:52	1.7.4, 6.2.1		
6:80	6.2.1		
6:81	6.2.1		
6:111	1.3, 5.6.4		
6:119	3.7		

6:237	1.4
6:248	1.7.1, 5.3.4, 6.7
6:248 lid 2	1.4
6:253 lid 4	1.7.5
6:253 e.v.	1.7.5
6:258	1.7.1
6:261 lid 1	1.2
6:262	1.2, 1.7.4
6:265	1.2
6:270	1.2
6:279	1.2, 1.7.5

Boek 7 BW

7:1	5.7
7:49	5.7

Boek 7A BW

7A:1791	1.3, 235, 283
7A:1791-1806	1.3
7A:1792	1.3
7A:1804	3.7
7A:1805	3.7
7A:1806	3.7
7A:1811 lid 2	3.9
7A:1825	3.9

BW (oud)

1306	6.2.1
1425	5.2.4
1449-1460	5.5.3
1451	1.7.5
1457	5.5.1
1793-1794	5.6.4
1802	1.3
1811	3.9

Dertiende Richtlijn

9 lid 2	2.3.4, 5.2.3
15	7.5.6
16	7.5.4, 7.5.6

Eerste Richtlijn

9	2.3.6, 2.3.6
11	2.5.1

Fw

35 lid 2	3.7
42 lid 1	5.2.4
42-48	5.4.2
47	5.2.4
131	1.6, 6.3.2
157	1.5.2
273	1.5.2

Fr

1 lid 4	1.2
6 lid 8	3.10.2
8 lid 1	3.12.4
8	3.12.4
10 lid 3	3.12.4
14	3.12.4
15	3.12.4
20	3.12.4
22 lid 3	6.9.1
28	3.12.5
34	3.12.5
47 lid 4	3.12.4

Handelsregisterbesluit 1996

14	2.2, 3.12.2
----	-------------

Handelsregisterwet 1996

8 lid 1	3.12.2
17 (oud)	3.12.2
17 lid 1 (oud)	3.10.8

Rv

179 lid 2	2.5.2
-----------	-------

Tweede Richtlijn

12	2.5.1
15	2.6.3
25 lid 1	2.3.2, 2.5.5
25 lid 4	4.3.3, 4.4.1, 5.3.3

26	2.5.1	Wet op de vergadering van houders van schuldbrieven aan toonder (oud)
29 lid 6	4.4.1, 5.3.3	12 lid 2 1.5.3
Uitvoeringsbesluit ex artikel 46 Wte 1995		Wtb
1	3.13	1 1.2
Vrijstellingsregeling Wte 1995		Wte 1995
11a lid 1	7.5.1	1 1.2, 7.5.1, 7.5.3
Wge		1 lid 2 7.5.2
12 lid 1	2.5.4, 5.6.2	3 lid 1 3.12.4
16 lid 1	5.6.2	3 lid 2 3.12.4
38 lid 1	2.5.4	3 lid 1 3.12.4, 3.12.4, 4.2.3
Wmz 1996		5 lid 1 3.12.5
1	3.12.6	46-47 3.13
1 lid 3	3.12.6	Wetboek van Koophandel (oud)
1 lid 4	3.12.6	38a 2.5.1
2	3.12.6	40a lid 1 5.6.1, 5.6.2
Wet op de cao		40a-40c 5.6.2
12	1.7.1	54b 2.3.7
13	1.7.1	Sr
WED		4 1.2
1 onder 4	2.5.5	226 1.2

JURISPRUDENTIEREGISTER

Er wordt verwezen naar paragrafen.

Hof van Justitie EG

- | | | |
|------------|---|-------|
| 16-12-1997 | Zaak C-104/96, <i>PbEG</i> 7 februari 1998, C 41, p. 7; <i>TVVS</i> 1998-1, p. 25-26 met commentaar M.R. Mok (Coöperatieve Rabobank 'Vecht en Plassengebied' BA/Minderhoud q.q.). | 2.3.6 |
| 23-03-2000 | <i>Ondernemingsrecht</i> 2000-9, p. 262-264 met commentaar J.N. Schutte-Veenstra (D. Diamantis/Elliniko Dimosio, Organismos Oikonomikis Anasygkrotisis Epicheiriseon AE (OAE)). | 2.3.2 |

Hoge Raad

- | | | |
|------------|---|--------------------|
| 26-05-1916 | <i>WPNR</i> 2472, p. 225-229 m.nt. E.M. Meijers (Van der Plas c.s./ Hendriks). | 5.5.1 |
| 12-11-1926 | <i>NJ</i> 1927, p. 218-222 m.nt. E.M. Meijers (NV Koninklijke Hollandsche Lloyd/Weissman). | 1.2, 1.3,
1.5.1 |
| 02-12-1932 | <i>NJ</i> 1933, p. 509-511 (Vereeniging 'Het bureau voor Muziekauteursrecht'/Van der Mars). | 1.7.4 |
| 02-11-1933 | <i>NJ</i> 1934, p. 302-304 m.nt. P. Scholten (Coöperatieve Veilingsvereniging voor Bloembollenkweekers 'Hollandsch Bloembollenkweekersgenootschap' G.A./Van der Ploeg en Van Zanten). | 1.7.4 |
| 23-12-1937 | <i>NJ</i> 1938, 538 m.nt. E.M. Meijers (James/N.V. Industriele Maatschappij de Noord). | 5.6.1 |
| 19-01-1940 | <i>NJ</i> 1940, 264 m.nt. E.M. Meijers (Van Brussel e.a./Star Busmann q.q.). | 2.5.1, 5.6.2 |
| 03-04-1957 | <i>NJ</i> 1961, 569 (Ontvanger/Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken NV). | 1.3 |
| 26-03-1958 | <i>NJ</i> 1958, 399 m.nt. D.J. Veegens (Provinciale Limburgse Elektriciteits Maatschappij NV/Ontvanger). | 1.3 |
| 18-05-1962 | <i>NJ</i> 1962, 227 (Ontvanger/Pakhuismeesteren NV). | 1.3 |
| 19-06-1964 | <i>NJ</i> 1965, 341 m.nt. J.H. Beekhuis (Van Reekum Metaalen NV/ Haars q.q.). | 1.7.5 |
| 25-06-1969 | <i>BNB</i> 1969, 202 m.nt. J. Hollander. | 5.4.2 |
| 15-04-1977 | <i>NJ</i> 1978, 163 m.nt. J.M.M. Maeijer (Staalcom '66 BV/Neher Nederland BV). | 2.3.1 |

09-02-1979	<i>NJ</i> 1979, 501 m.nt. C.J.H. Brunner (Verhoeven/Pied Boeuf e.a.).	4.2.3
13-03-1981	<i>NJ</i> 1981, 635 m.nt. C.J.H. Brunner (Ermes en Langerwerf/Haviltex BV).	1.7.1
26-03-1982	<i>NJ</i> 1982, 615 m.nt. W.M. Kleijn (Stichting Ontwikkelings- en Saneringsfonds voor de Visserij/Algemene Bank Nederland NV en Scheepvaart Krediet NV).	3.7
30-01-1987	<i>NJ</i> 1987, 530 m.nt. W.C.L. van der Grinten (Westland/Utrecht Hypotheekbank NV/Emmerich q.q.).	3.7
08-07-1987	<i>NJ</i> 1988, 104 m.nt. W.C.L. van der Grinten (Loeffen q.q./Bank Mees en Hope NV).	1.2
31-12-1993	<i>NJ</i> 1994, 436 m.nt. J.M.M. Maeijer (Van den Berge/Verenigde Bootlieden BV).	5.3.4
02-12-1994	<i>NJ</i> 1995, 288 m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP).	2.2
10-03-1995	<i>NJ</i> 1995, 595 m.nt. J.M.M. Maeijer; <i>AA</i> 1995, p. 788 m.nt. Raaijmakers (Janssen Pers).	2.3.2, 2.3.6, 2.3.7
19-06-1996	<i>BNB</i> 1996/299c m.nt. J.A.G. van der Geld.	5.6.2
19-06-1996	<i>BNB</i> 1996/300c m.nt. J.A.G. van der Geld onder Beslissingen in belastingzaken 1996/299c.	5.6.2
27-06-1997	<i>NJ</i> 1997, 641 (Budde/Toa Moa Cruising Limited)	1.7.5
20-11-1998	<i>NJ</i> 1999, 611 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (Verkerk Varkenshandel BV/Tiethoff q.q.).	5.2.4
23-04-1999	<i>NJ</i> 1999, 497 (Jut/Nederlandse Verzekeringsgroep NV, Aegon Schadeverzekering NV en Aegon Levensverzekering NV).	1.7.5
19-05-1999	<i>JOR</i> 1999/170 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (De Haan Beheer BV/Hamm q.q.).	2.2
19-05-1999	<i>JOR</i> 1999/171 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (De Haan dochters/Hamm q.q.).	2.2
24-03-2000	<i>NJ</i> 2000, 354 m.nt. J.M.M. Maeijer (Kassenberg en Conijn/Libosan q.q.).	2.5.1
23-03-2001	<i>NJ</i> 2003/715 m.nt. F.M.J. Verstijlen (Stichting Ofasec/Nederlandsche Trustmaatschappij BV).	1.7.1
19-10-2001	<i>JOR</i> 2002/1 m.nt. J.M. Blanco Fernández (Stichting Het Utrechts Monumentenfonds/Timmermans).	2.3.2
01-03-2002	<i>JOR</i> 2002/79 m.nt. F.J.P. van den Ingh (Zwagerman).	2.3.7
20-09-2002	<i>NJ</i> 2002, 610 m.nt. C.E. du Perron (ING Bank NV/Muller q.q.).	1.7.1
18-10-2002	<i>NJ</i> 2003, 503 m.nt. C.E. du Perron, <i>JOR</i> 2002/234 m.nt. B. Wessels (Buter q.q. en Tiethoff q.q./N.V. Besix S.A. en vennootschap onder firma SVC De Vliert).	1.6, 1.7.1
11-07-2003	<i>NJ</i> 2003, 630 m.nt. J.M.M. Maeijer (Hermsen q.q./De Bont).	2.5.1

17-10-2003	JOR 2003/276 m.nt. C.J. Groffen (De Rijk q.q./Van Roy).	2.5.1
------------	---	-------

Gerechtshoven

Amsterdam

20-05-1986	NJ 1987, 733 (Aquapharm BV/Vermeulen).	2.3.2, 4.5.1
22-10-1998	JOR 1999/46 m.nt. Th.A.L. Kliebisch (in hoofdzaak: Nederlandsche Trust-Maatschappij BV en Ingenieursbureau Thunissen BV/Stichting OFASEC e.a.; in vrijwaringsprocedure: Stichting OFASEC/ABN AMRO e.a.).	1.71

Amsterdam (OK)

07-11-1991	NJ 1992, 236 m.nt. J.M.M. Maeijer (Scheeren/Lenaerts).	7.2.3
29-05-1997	NJ 1998, 468 (Rexel Nederland BV/Stichting Administratiekantoor Handelmaatschappij voorheen Joh. Wolff & Co. e.a.).	7.2.2
21-06-2001	JOR 2001/184 (Wildschut/EMO Groep BV).	2.3.7
19-12-2001	JOR 2002/9 (Faas e.a./AND International Publishers NV).	1.5.4, 2.3.1
22-03-2002	JOR 2002/82 m.nt. F.J.P. van den Ingh (VEB e.a./Westfield European Investments Pty Ltd, Stichting RNA, Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA e.a.).	2.3.7
25-03-2003	Proces-verbaal, JOR 2003/109 m.nt. M.W. Josephus Jitta (Stichting Aandeelhoudersbelangen Getronics/Getronics NV e.a.).	7.5.2

's-Gravenhage

05-03-1969	NJ 1970, 133, Maandblad NV 1973-4/5 met commentaar H.J.M.N. Honée, p. 61-63 (Walda/Verstegen q.q.).	5.6.2
28-02-1989	NJ 1991, 601 (Brandt/Van Leeuwen q.q.).	5.8.2
21-01-1999	NJ 2000, 76 (Stichting Abri/Sluis).	1.5.1

's-Hertogenbosch

22-08-1994	Vakstudienieuws 1994-47, p. 3285.	5.4.2
27-10-1997	JOR 1998/65 (Spoelstra/Kerkhof en Wekking Internationaal Expeditiebedrijf BV).	1.5.1
07-02-2002	JOR 2002/109, Ondernemingsrecht 2002-13, p. 417-419 met commentaar B. Bier (De Rijk q.q./Van Roy).	2.5.1

Leeuwarden

10-09-1997 *NJ* 1998, 930 (Budibon BV/Koster). 1.5.1

Rechtbanken

Almelo

30-01-1991 *NJ* 1994, 203 (Amsterdam-Rotterdam Bank N.V./Jaarsveld). 1.7.5

Amsterdam

31-12-1985 *NJ* 1994, 59 (Dubbeldam/Nederlandsche Trust-Maatschappij). 1.5.4

15-05-1996 *JOR* 1996/71 m.nt. F.J.P. van den Ingh (Spijckstra/Thomas Rap BV en Th. Rap). 2.3.2, 2.3.6

Amsterdam (President)

14-10-1993 *TVVS* 1994-2, p. 43-44 met commentaar H.P.J. Ophof (Vereniging van Effecten Bezitters/Centrale Trust Compagnie B.V. en als tussenkomen partij N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigenfabriek Fokker). 6.3.3

Arnhem

07-03-2002 *JOR* 2002/158 (Janssen q.q./E-Innovation BV en Prave BV). 5.2.4

's-Hertogenbosch

19-05-2000 *JOR* 2001/114 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (Aerts q.q./Van Engeland-De Groot BV). 5.2.4

's-Gravenhage

05-12-2001 n.g., (Stichting V.B. Vagobel/ING Vastgoed Financiering NV) 5.5.6

Haarlem

12-06-1990 *NJ* 1991, 554; *TVVS* 1990-9, p. 234-235 met commentaar L. Timmerman (Asko Deutsche Kaufhaus Aktiengesellschaft/Stichting Ahold Continuïteit). 4.3.3

Rotterdam

13-07-1995 *TVVS* 1995-10, p. 283-284 met commentaar L. Timmerman 2.6.2, 2.6.4

Utrecht

09-08-1989	<i>NJ</i> 1990, 399 (surseance-akkoord Breevast).	1.5.2
26-07-2000	<i>JOR</i> 2000/208 (ABN AMRO Bank NV/Pril BV).	5.8.4

Zwolle

26-04-1996	<i>KG</i> 1996, 192 (Angeneind/Computer 2000 BV).	1.5.1
------------	---	-------

TREFWOORDENREGISTER

Er wordt verwezen naar paragrafen. Met cursief gedrukte nummers wordt verwezen naar paragrafen waarin het betreffende trefwoord meer uitvoerig wordt behandeld.

Aandeelbewijzen	1.2, 2.5.1, 2.5.3, 4.5.3, 5.4.3, 6.9.1, 6.9.2
Aandeelhouderschap	2.2, 2.3.1, 2.5.1, 2.5.3, 4.6.4, 5.4.3, 5.6.4, 7.2.1, 7.2.3
Aandelen	
aflossing	3.11
betaling op –	2.2
blokkering	2.3.6, 4.4.3, 4.5.1, 4.6
bonus–	2.6, 6.6.4, 6.8
certificaten van –	1.2, 1.5.2, 1.5.4, 3.3.1, 3.3.2, 3.3.3, 3.3.4, 3.5, 3.6, 3.7, 3.8.2, 3.10.4, 3.10.11, 3.12.4, 3.12.5, 3.12.6, 3.13, 4.6.5, 5.4.3, 5.6.2, 5.9, 6.6.4, 6.9.2, 6.9.3, 7.3.3, 7.3.4, 7.4, 7.5.1, 7.5.3
converteerbare –	3.11
definitie	2.2
inkoop	zie: Inkoop
intrekking	2.2, 2.3.2, 2.3.4, 2.3.6, 3.11, 3.12.6, 4.5.4, 5.2.3
nominale bedrag	2.2, 2.3.1, 2.5.1, 2.6.1, 2.6.4, 3.10.8, 3.11, 5.4.2, 5.4.3, 6.6.2, 6.6.4
ontstaanswijzen	2.3.1
opties op –	2.3.4, 2.3.6, 3.5, 3.8.2, 3.8.3, 3.9, 3.12.4, 3.12.6, 3.13, 4.3.3, 4.5.4, 4.6.4, 5.2.2, 5.2.3, 5.3, 5.6.2, 6.4.3, 7.5.4, 7.5.5
preferente –	2.3.4, 3.8.2, 3.10.6, 3.11, 4.3.3, 4.4.1, 4.5.4, 5.2.3, 5.3.3, 6.3.3, 6.6.4
samenvoeging	3.11
splitsing	3.11
stemrechtloze –	3.10.10
uitgifte	zie: Uitgifte van aandelen

verbintenissen tot het nemen van –	2.3.2, 2.3.6, 3.5, 3.12.1, 4.3.3, 4.4.1, 4.4.2, 4.5.2, 4.5.4, 4.6.2, 4.6.3, 4.6.4, 5.2.3, 5.3, 5.6.4, 6.4.3, 7.3.3
Achterstelling	1.6, 1.7.4, 3.8.2, 3.8.3, 3.10.1, 6.3.2
Afhankelijke rechten	1.7.4, 4.6.4
Aflossing	1.2, 1.3, 1.5.4, 3.5, 3.7, 3.8.2, 3.8.3, 5.2.4, 5.3.4, 5.5.5, 5.8.2, 6.2, 6.3.1, 6.4.3, 6.8, 6.9.3, 6.9.4, 7.5.2
AFM	3.12.4, 3.12.6, 7.5.1,
Afwikkeling financiële kruisverbanden	3.8.2
<i>Agency agreement</i>	6.9.1
<i>Agency costs</i>	3.8.2
<i>Agent</i>	
<i>calculation –</i>	6.6.4, 7.4
<i>exchange –</i>	7.5.2
<i>fiscal –</i>	6.9.1
Agio	2.2, 2.5.1, 2.6.2, 2.6.4, 3.4, 5.4.3, 5.8.2
AK	1.2, 1.7.4, 3.2, 4.2.3, 5.9, 6.9.2
Algemene voorwaarden	1.4
Alternatieve verbintenis	1.7.4, 3.5, 5.2.4, 5.6.4
Anti-verwateringsclausule	3.8.2, 4.4.1, 6.6.4
<i>At the money</i>	3.8.3
Ava	2.2, 2.3.2, 2.3.4, 2.3.5, 2.3.6, 2.5.5, 3.10.1, 3.10.4, 3.11, 3.12.1, 4.3.2, 4.3.3, 4.4.2, 4.6.2, 5.3.3, 5.3.4, 5.6.1, 6.4.4
Avo	1.5.4, 1.7.2, 5.3.4, 6.3.2, 6.3.3, 6.4.4, 7.5.2
Bescherming(sconstructie)	2.3.4, 3.8.2, 3.10.2, 3.11, 4.3.3, 4.5.4, 5.2.3, 5.3.3, 6.3.3
Bestaande vordering	3.7
Bewind	1.2, 1.7.2, 1.7.3
<i>Bookbuilding</i>	4.2.2
<i>Bullet-lening</i>	6.2.1
<i>Busted convertibles</i>	3.8.3, 6.4.1

BV	2.3.2, 2.3.4, 2.3.6, 2.3.7, 2.5.1, 2.6.1, 2.6.4, 3.2, 3.11, 3.12.2, 4.5.1, 4.6, 5.4.2, 5.8.2, 6.4.3, 7.2.3
<i>Callable convertibles</i>	6.2.2
<i>Call-protection</i>	6.2.2, 6.8
<i>Capital distribution</i>	zie: Kapitaaldistributie
<i>Cash alternative</i>	3.5, 6.9.4, 7.4
<i>Change of control</i>	1.7.2, 6.3.1, 6.3.3, 6.3.4, 6.6.4, 7.4
Claim-emissie	6.6.4
Coco's	3.6, 3.7
<i>Contingent convertibles</i>	zie: Coco's
Contractoverneming	1.7.5, 5.5.4, 5.8.5
Conversie	
automatische –	1.6, 3.6, 3.7, 3.8.2, 3.8.3, 3.10.3, 4.4.2, 5.2.3, 5.6.4, 6.2.1, 6.4.3, 6.5, 6.6.3, 7.3.3, 7.3.4
bevordering –	3.8.2, 3.12.5, 6.2.2
–(dis)agio	3.4
–equivalent	3.4
– in bestaande of nieuwe aandelen	3.5
– in certificaten van aandelen	3.3.4, 4.6.5
–koers	zie: Conversieprijs
–premie	3.4, 3.8.3
–prijs	1.4, 1.5.4, 3.4, 3.5, 3.6, 3.8.2, 3.8.3, 3.12.5, 3.13, 4.2.2, 4.4.1, 5.3.4, 5.4.3, 5.6.1, 6.2.2, 6.4.1, 6.5, 6.6, 7.4, 7.5.2
rechtstreekse –	5.6.4
–verhouding	3.4, 5.6.4, 6.6.3
–verklaring	3.5, 6.7, 6.9.2, 6.9.3
verplichte –	6.4.3, 6.5
–waarde	3.4, 3.8.3, 6.5, 6.8, 7.4
<i>Convertible arbitrage</i>	3.8.3
<i>Convertible exchangeable preferred stock</i>	3.11
<i>Convertible stock notes</i>	3.7
<i>Corporate governance</i>	3.10.2
Cross	
–default	6.3.2
–acceleration	6.3.2
Currency conversion	6.1

Dertiende Richtlijn	2.3.4, 3.10.2, 4.3.3, 4.5.4, 5.2.3, 7.5.4, 7.5.6
Dividend	2.2, 3.11, 6.6.4, 6.8, 7.2.1
super-	2.6.1
DNB	3.8.2
<i>Dual option convertibles</i>	3.6
Eigen vermogen	1.5.2, 2.2, 2.5.1, 2.6, 3.8.2, 3.10.5, 3.10.8, 3.10.9, 3.10.10, 3.11, 3.12.3, 5.4, 5.5.1, 5.6.1, 6.4.3, 6.6.4
Enquête	1.5.4, 2.2, 2.3.1, 2.3.7
<i>Eurodollar convertibles</i>	6.3.4
Euronext	1.2, 1.5.2, 3.8.3, 3.9, 3.12.4, 6.4.4, 7.4
<i>Event of default</i>	1.6, 1.7.2, 6.3.2, 7.5.5
<i>Equity-linked</i>	3.8.2
Facultatieve verbintenis	3.5, 5.2.4, 5.6.4, 5.7, 5.8.5, 5.9.4
Faillissement	1.5.2, 1.6, 2.3.4, 3.7, 3.10.3, 6.2.1, 6.3.2
Financiering	3.8.2, 3.10.2, 3.10.6, 3.11
<i>Floating rate</i>	3.7
Fracties van conversieaandelen	3.4, 6.9.4
Fusie	2.3.1, 2.3.4, 3.3.3, 3.6, 7.2.3, 7.3, 7.4
Garantievermogen	1.6, 2.3.7, 6.5
Gegarandeerde uitgifte	4.2.1, 4.2.3
Geld	
–lening	1.2, 1.3, 1.5.1, 1.7.1, 1.7.3, 2.5.1, 3.7, 5.1, 5.2.3, 5.4.2, 5.5.2, 5.5.6, 5.6.2, 5.6.4
–schuld	2.5.1, 3.10.1, 5.4.2, 5.4.3, 5.5.1, 5.5.2, 5.6.4, 7.5.3
–som	1.2, 1.3, 3.4, 3.5, 3.7, 3.8.3, 3.9, 5.6.1, 5.6.4, 5.7, 6.3.4, 6.9.4, 7.4, 7.5.2
–verbintenis	1.2, 1.3, 1.6, 5.4.3, 5.5.1, 5.5.2, 5.5.5, 5.5.6, 5.6.1, 5.6.4, 5.8.5
Gelijkheid	2.6.3, 3.11, 5.3.4
Gemeenschap	1.2, 2.5.4, 5.6.2

Girale betaling	1.3
Guichet-uitgifte	4.2.1, 4.2.3
Handelsregister	2.2, 2.3.4, 2.5.5, 3.11, 3.12.1, 3.12.2
Hedgefonds	1.4, 3.8.3, 6.3.4
Hefboomwerking	3.8.3
Herkapitalisatie	2.6.1
<i>Hot issue market</i>	3.8.2
<i>In the money</i>	3.8.3, 6.4.1, 6.6.3, 6.6.4, 6.9.3
Inbetalinggeving	5.2.4, 5.5.3, 5.5.4, 5.6.4, 7.5.2
Inbreng(verplichting)	1.6, 2.2, 2.3.1, 2.5.1, 2.6.1, 2.6.2, 2.6.4, 3.7, 3.9, 3.10.2, 3.10.5, 4.4.1, 5.2.3, 5.4, 5.6.1, 5.6.2, 5.6.4, 5.7, 5.8.2, 5.8.3, 5.8.4, 5.9.2, 5.9.3, 6.6.4, 6.8, 7.5.2, 7.5.3
<i>Income bonds</i>	zie: Inkomstenobligaties
Inkomstenobligaties	3.7
Inkoop	
– van aandelen	2.2, 2.6.1, 3.5, 3.8.2, 3.10.8, 3.11, 3.13, 5.3.4
– van converteerbare obligaties	6.4, 7.5.1
– van participaties	3.10.1, 3.10.9, 3.10.11
<i>Interest rate conversion</i>	6.1
Kapitaal	
–bescherming	2.2, 2.5.1, 3.7, 5.4
–deelneming	2.3.1, 2.3.7, 2.4, 2.5.1
–distributie	6.6.4
geplaatst –	2.2, 2.3.7, 2.5.1, 2.6.2, 3.11, 3.12.1, 3.12.2, 3.12.3, 3.12.6, 4.5.1, 4.5.4, 5.4.3, 6.3.3, 6.4.3, 6.6.4, 7.2, 7.4, 7.5.4
maatschappelijk –	1.5.4, 2.2, 2.3.2, 3.11, 3.12.2, 3.12.4, 4.5, 6.9.2,
<i>Knock-in</i>	3.6
<i>Knock-out</i>	3.6
Kwitantie	3.7, 5.6.1, 6.7
<i>Leverage</i>	zie: Hefboomwerking
<i>Leveraged Income Obligation via New Shares</i>	zie: Lion

Lion	3.7, 5.4.3
Liquid Yield Option Note	zie: Lyon
Liquidatie	1.6, 2.2, 3.6, 3.10.1, 3.10.3, 3.10.4, 3.10.7, 3.10.8, 3.10.9, 3.10.11, 6.6.4
<i>Lock-up</i>	3.6
Lyon	3.7, 6.3.4
<i>Make-whole</i>	6.2.2
<i>Mandatory convertibles</i>	6.5
<i>Maturity conversion</i>	6.1
Meerpartijenovereenkomst	1.2, 1.4, 1.6, 1.7.1, 1.7.2, 1.7.3, 1.7.5, 4.2.3, 5.5.3, 5.8.1, 5.9.1
Nevenrechten	1.7.4, 4.6.4, 5.5.1
Novatie	zie: Schuldvernieuwing
Obligatielening	
gebonden –	1.2, 1.5.4, 5.8.1, 7.5.2
vrije –	1.2, 1.5.1
Obligatiewaarde	3.8.3, 6.2.2
<i>Obligation Convertible En Actions Nouvelle ou Existantes</i>	zie: Oceane
Oceane	3.5
OK	2.3.1, 2.3.7, 7.2.2, 7.2.3
Ondergewaardeerde geldvordering	5.4.2
Onverschuldigde betaling	2.3.7
Oogmerk criterium	7.5.2
Oorzaak	5.5.3, 5.5.6
Opeising	1.2, 1.7.2, 3.7, 3.8.3, 3.1, 5.8.2, 6.2.1, 6.3, 6.9.4
Openbaar bod	1.5.1, 1.5.4, 2.3.4, 3.8.2, 4.3.3, 5.2.3, 6.3.2, 6.4.1, 7.4, 7.5
Oprichtersbewijzen	3.10.2
Oprichting	2.2, 2.3.1, 2.3.2, 2.3.4, 2.5.1, 3.12.1, 5.6.1
Optielening	Zie: Warrantlening
Optieovereenkomst	4.3.3, 5.2.1, 5.2.2, 5.2.4
Orange	3.8.2, 6.5
Organisatierecht	1.5.4, 2.2, 3.3.4, 3.10.1, 3.10.5
<i>Original issue discount</i>	3.7
<i>ORiginating Arrangement for New Group Equity</i>	zie: Orange
<i>Out of the money</i>	3.8.3

Overdracht van obligaties	1.6, 1.7.1, 1.7.4, 1.7.5, 3.13, 4.2.3, 4.6, 5.6.1, 5.7, 5.8.3, 6.3.1, 6.4.1, 6.4.2, 6.4.3, 6.7, 7.2.1, 7.5.2
Overgenomen uitgifte	1.3, 1.7.1, 1.7.5, 2.5.3, 2.5.4, 4.2.1, 4.2.3,
Participaties	2.2, 3.7, 3.10, 5.6.4, 7.3.3
Participerende obligaties	3.10.1, 3.10.8, 3.10.10
<i>Pay-in-kind</i>	3.7
<i>Poison pills</i>	3.8.2
<i>Poison put</i>	6.3.1
Premie	3.8.2, 3.8.3, 6.2.2, 6.3.1, 7.4
<i>Premium protection</i>	6.2.2, 6.3.1
<i>Premium put</i>	6.3.1
Prestatiewijziging	5.2.4, 5.5.4, 5.6.4, 5.8.5, 5.9.4
Prospectus	3.12.4
Redelijkheid en billijkheid	1.2, 1.5.1, 2.2, 2.3.2, 3.10.1, 3.10.6, 4.4.2, 4.6.5, 5.3.4, 6.6.4, 6.7, 7.2.2, 7.2.3
Reële overeenkomst	1.3
<i>Regular coupon</i>	3.7
Rente	
–accretie	3.7, 6.2.2, 6.3.1, 6.8
bedongen –	1.7.4, 3.7, 5.5.1, 5.5.5, 5.6.4, 7.3.1
coupon–	1.3, 1.5.4, 3.6, 3.7, 3.8.2, 3.8.3, 3.9, 3.11, 6.1, 6.2.2, 6.3.2, 6.3.4, 6.5, 7.3.4, 7.5.2
–coupons	6.7
wettelijke –	3.7
Reorganisatie	1.5.1, 3.8.3, 6.3.2, 7.3.4, 7.4
–clause	7.3.4, 7.4, 7.5.5, 7.5.6
Reserves	2.2, 2.6.1, 2.6.3, 2.6.4, 3.10.6, 3.10.8
<i>Reset-clause</i>	3.8.2, 6.5, 6.6.3
Richtlijnstelsel	2.3.6, 2.3.7
Risico/rendement-karakteristieken	3.1, 3.11, 6.3.4, 6.5
Schuld	
–overneming	5.5.4, 5.8.5, 5.9.4

–sanering	1.1, 1.5.1, 1.5.2, 2.3.1, 3.7, 3.9, 5.4.2, 5.6.2, 6.2.1, 6.3.2, 6.4.1, 6.6.2, 7.5.1, 7.5.2
–verlaging	6.4.1
–vernieuwing	1.7.5, 5.2.4, 5.5, 5.6.2, 5.6.3, 5.6.4, 5.7, 5.8.5
–wijziging	5.2.4, 5.5.1, 5.5.4, 5.5.6, 5.6.4, 5.8.5
<i>Screw-clausule</i>	6.2.2, 6.8
<i>Sell-out</i>	7.5.6
<i>Sleeping investor-clausule</i>	3.8.2, 6.9.3
Solvabiliteit	1.6, 3.8.2, 4.3.2, 6.4.1
Splitsing (juridische)	2.3.1, 7.2.3, 7.3, 7.4
<i>Squeeze-out</i>	7.5.6
Statuten	1.5.4, 2.2, 2.3.2, 2.3.4, 2.3.6, 2.5.1, 2.6.1, 3.6, 3.10.4, 3.10.6, 3.10.7, 3.10.8, 3.11, 4.3.2, 4.3.3, 4.5.1, 4.6.2, 4.6.4, 4.6.5, 5.6.1, 5.8.2, 6.6.4, 7.2.3, 7.3.3
<i>Step-up</i>	3.7
<i>Stockdividend</i>	2.6.1, 2.6.2, 2.6.3, 6.4.3, 6.6.4, 6.8
Structuurregeling	2.3.2, 3.10.2, 4.3.2, 4.3.3, 6.3.3, 6.4.2
Surseance van betaling	1.5.2, 1.5.4, 1.6, 6.3.2
<i>Sweet</i>	3.6
<i>Sweetener</i>	3.8.2
Syndicaat	1.3, 1.7.1, 1.7.4, 2.5.3, 2.5.4, 4.2, 6.4.1
Tijdsbepaling	1.7.4, 3.6, 3.7, 3.11, 3.12.6, 4.3.3, 5.2, 5.3.3, 5.6.2, 5.6.4, 6.2.1, 6.3.2, 6.3.4, 6.5
Toekomstige vordering	3.7
<i>Tracking stock</i>	3.11
Trustakte	1.5.4, 1.7.1, 1.7.2, 1.7.3, 1.7.5, 5.8.5, 6.4.4, 6.8, 6.9.3, 6.9.4, 7.4, 7.5.5
Trustee	1.2, 1.5.4, 1.7, 3.2, 3.5, 3.8.2, 4.2.3, 4.5.3, 6.1, 6.2.2, 6.3.1, 6.3.2, 6.3.3, 6.4.4, 6.6.2, 6.9, 7.3.2, 7.3.3, 7.4, 7.5.2

Trustverband	1 2, 1 5 3, 1 5 4, 1 7 1, 1 7 2, 1 7 3, 3 2, 3 10 1, 6 3 2, 6 4 4, 6 9 1, 7 3 2, 7 3 3
Uitkoop	7 2, 7 4, 7 5 6
Vabef	5 6 1, 6 4 2
Vergaderrechten	1 5 4, 6 4 2, 6 4 4
Verjaring	
hoofdsom obligaties	6 2 1, 6 9 4
inbrengvordering	2 5 1
rentevordering	3 7, 6 9 4
Vermenging	2 5 1, 5 6 1, 5 8 3, 6 4 2
Vermogensaanwas	2 5 1, 2 6 2, 5 4 3, 5 8 2
Verplicht bod	7 5 4
Verrekening	1 6, 1 7 4, 2 5 1, 2 6 2, 3 9, 4 4 1, 5 2 4, 5 4, 5 5 1, 5 5 2, 5 6 1, 5 6 2, 5 6 4, 5 7, 5 8 4, 5 8 5, 5 9 3, 6 7, 6 8, 7 5 2
Vertegenwoordiging	2 3 1, 2 3 2, 2 3 3, 2 3 5, 2 3 6, 3 10 4, 4 3 1, 4 3 4, 4 5 1
Verweermiddelen	1 7 1, 1 7 4, 1 7 5
Volatilititeit	3 8 2, 3 8 3
Voorkeursrechten	2 2, 2 3 2, 2 6 3, 3 5, 3 10 5, 3 10 11, 3 11, 3 12 4, 4 3 3, 4 4, 4 6 2, 4 6 3, 5 3 1, 5 3 3, 5 3 4, 5 6 1, 5 8 3, 6 4 3, 6 6 4, 6 8
Voorrechten	1 7 4, 5 5 1, 5 5 2
Voorwaarde	
ontbindende –	3 6, 5 2 3
opschortende –	1 6, 1 7 4, 2 5 1, 2 5 3, 3 6, 3 7, 5 2 3
potestatieve –	5 2 3
Voorwaardelijke (uitgifte)overeenkomst	2 3 4, 2 5 1, 2 5 3, 5 2 3, 5 2 4
Vreemd vermogen	1 5 4, 2 2, 3 8 2, 3 10 8, 4 3 2, 5 4 2, 5 4 3
Waarde conversierecht	3 8 3
Waardering	
bij conversie	5 6 1, 5 6 2, 5 8 2, 5 8 3
bij omzetting eigen vermogen in kapitaal	2 6 4
bij omzetting schuld in eigen vermogen	5 4 1, 5 4 2
bij openbaar bod	7 5 3

bij uitgifte van aandelen	2.5.1
van converteerbare obligaties	3.8.3
Warrants	3.8.2, 3.9, 3.13, 5.3.2, 7.5.4, 7.5.5
Wge	1.7.1, 2.5.4, 3.5, 3.9, 5.6.1, 5.6.2, 5.7, 5.8.4, 6.4.2, 6.7, 6.9.2, 7.5.2
Wilsrecht	1.6, 1.7.4, 3.3.1, 3.6, 3.11, 3.13, 4.3.3, 4.4.1, 4.6.4, 5.1, 5.2.2, 5.2.4, 5.3.2, 5.3.3, 5.6.2, 7.3.3
Winst	
–bewijzen	3.10.1, 3.10.2, 3.10.8, 7.3.3, 7.5.3
Uitkering (eigen vermogen)	2.2, 2.6.1, 2.6.2, 2.6.3, 3.7, 3.10.1, 3.10.3, 3.10.6, 3.10.7, 3.10.8, 3.10.9, 3.10.11, 5.3.4, 6.6.4, 7.3.3
Winstdelende obligaties	3.7, 3.10.3, 7.3.3
Zekerheid(srechten)	1.7.1, 1.7.2, 5.5.1, 5.5.2, 6.2.1, 6.7, 7.3.2
Zero coupon	1.3, 3.7

CURRICULUM VITAE

Jochem Prinsen werd geboren op 5 april 1970 te Zandoerle, Veldhoven. In 1990 behaalde hij het VWO-diploma aan het Rythovius College te Eersel. Op 29 augustus 1996 legde hij het doctoraalexamen Nederlands Recht af aan de Katholieke Universiteit Nijmegen. Na het doctoraal examen was hij werkzaam als promovendus en docent bij het Van der Heijden Instituut, Katholieke Universiteit Nijmegen. Sinds september 2003 is hij werkzaam als advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

Serie vanwege het Van der Heyden Instituut te Nijmegen onder leiding van prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge en prof. mr. M. van Olfen

1. Mr. W.J.M. Noldus, Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap (1969)
2. Mr. P.A.L.M. van der Velden, De vereniging-rechtspersoon en haar leden (1969)
3. Mr. P.R. Smits, De externe gebondenheid van het vennootschapsvermogen (1969)
4. Mr. J.A.Th.J.M. Duynstee, Beschouwingen over de stichting naar Nederlands privaatrecht (1970)
5. Mr. J.H.F.J. Cremers, Prioriteitsaandelen (1971)
6. Mr. M.M. Mendel, Het statutaire doel van de naamloze vennootschap (1971)
7. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W. Westbroek, prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. P. Sanders, Het nieuwe vennootschapsrecht (1972)
8. Mr. A.M. Brenninkmeijer, Stemovereenkomsten van aandeelhouders (1973)
9. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. S.J.H. Huijben en mr. A.G. Lubbers, De nieuwe structuur van de grote NV en BV (1973)
10. Prof. mr. C.Æ. Uniken Venema, Misbruik van voorwetenschap (1974)
11. Mr. A. Plate, Niet volgestorte aandelen (1974)
12. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. J.M. Jansen, Statuten van de grote NV en BV (1975)
13. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. dr. W. Albeda, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. drs. H.W. Lambers, Problemen bij fusie van NV en BV (1975)
14. Mr. M.J.G.C. Raaijmakers, Joint ventures (1976)
15. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. P.F.M. van Lierop, De ondernemingsraad (1977)
16. Prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. J. Ronse, De vertegenwoordiging van rechtspersonen naar Nederlands en Belgisch recht (1978)
17. Mr. T.J. van der Ploeg, Het Burgerlijk Recht en de vrijwillige organisaties. Beschouwingen n.a.v. de regeling van de vereniging en de stichting in Boek 2 BW (1978)
18. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. W. Westbroek, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en mr. Y. Scholten, Het vennootschapsrecht en de Tweede EEG-Richtlijn (1979)
19. Mr. H.J.M.N. Honée, De benoeming van commissarissen bij grote vennootschappen (1979)
20. Prof. drs. J.W. Schoonderbeek, prof. dr. W. van Bruinessen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W.J.M. Gitmans, De jaarrekening en de Vierde EEG-Richtlijn (1981)
21. Mr. H.J.M.N. Honée, Concernrecht en medezeggenschapsregelingen (1981)
22. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. H.J.M.N. Honée, mr. A.G. van Solinge, mr. G.M.J. Ackermans, Ondernemingsraad en Vennootschap (1982)
23. Mr. dr. P. Vlas, Rechtspersonen in het internationaal privaatrecht (1982)
24. Mr. F.K. Buijn, De oprichting van de NV en de BV (1984)
25. Prof. dr. M. Lutter, mr. W. Westbroek, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. G.M.J. Ackermans, De besloten vennootschap (1985)
26. Prof. mr. H.J.M.N. Honée, Contacten tussen commissarissen en ondernemingsraad (1986)
27. Mr. C.A. Schwarz, Blokkering van aandelen (1986)
28. Mr. J. Lievens, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. drs. H. Langman, mr. J. Bloemarts, mr. G. Noordraven, mw. mr. M.J. Zeldenrust-Visch, Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (1987)
29. Mr. Th.C.M. Hendriks-Jansen, Vermogensbescherming en persoonlijke aansprakelijkheid bij de besloten vennootschap (1988)
30. Misbruik van voorwetenschap, Uitgave op initiatief van Actioma, Juridisch Faculteitsblad Katholieke Universiteit Nijmegen, ter gelegenheid van zijn 10-jarig bestaan (1989)
31. Mr. P.J. Dortmund, Enige beschouwingen rondom aandelen (1989)
32. Mr. R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen (1989)
33. Mr. M.P. van Achterberg, De juridische definitie van het economische verschijnsel concern (1989)

34. Dr. K. Geens, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. R.P. Voogd, mr. A.G. van Solinge, mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.H.V. Stuyck, mr. J.A.W. Schreurs, Beschermingsconstructies (1990)
35. Mr. F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap (1991)
36. Mr. G. Noordraven, De regeling van de Überschuldung (1991)
37. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. drs. H. Beckman, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, mr. F.H.A. Arisz, mr. M.E. Engelaar, Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten (1991)
38. Mr. A. Voûte, Aandelen voor werknemers (1991)
39. Mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. H.J. de Bijl Nachenius, dr. H.O.C.R. Ruding, mr. M.W. den Boogert, mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. H.M.N. Schonis, mw. mr. M.E. Engelaar, mr. J.A.W. Schreurs, Grensoverschrijdende samenwerking van ondernemingen (1992)
40. Mr. D.R. Doorenbos, Financieel strafrecht (1992)
41. Mr. B.C.M. Waaijer, Statuten en statutenwijziging (1993)
42. Mr. L.G.H.J. Houwen, mr. drs. A.P. Schoonbrood-Wessels, mr. J.A.W. Schreurs, Aansprakelijkheid in concernverhoudingen (1993)
43. Mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, drs. M.J.M. Buiting, mr. N.E.D. Faber, mr. R.W.Th. Norbruis, mr. J.W. van der Staay, Converteerbare obligaties en aandelen (1993)
44. Mr. Gerard van Solinge, Grensoverschrijdende juridische fusie (1994)
45. Mr. R.J.C. van Helden, mr. O.L.O. de Witt Wijnen, mr. A.G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.J.M.N. Honée, mr. E. Boswinkel, mw. mr. J. Roest, Problemen rondom de algemene vergadering (1994)
46. Mr. M.E. Schreurs-Engelaar, Organen van de coöperatie (1995)
47. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. dr. A.H.M. Daniels, prof. dr. P.H.J. Essers, Fiscale en civielrechtelijke aspecten van de commanditaire vennootschap (1996)
48. Mr. J. Roest, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten (1996)
49. Mr. J.J.A. Hamers, Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen (1996)
50. Prof. mr. J.R. Schaafsma, prof. mr. S. Perrick, mr. D.H. Cross, prof. mr. L. Timmerman, mr. F.G.B. Graaf, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.M.L. Dings, mw. mr. J. Roest, Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (1996)
51. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. S. Perrick (1996)
52. Mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. F.J.P. van den Ingh, Parlementaire Geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (1996)
53. Mr. M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (1996)
54. Mr. J.W. Bellingwout, Zetelverplaatsing van rechtspersonen (1996)
55. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1996, Bewaring en eigendom van effecten, mr. W.A.K. Rank, mr. E.M. van Ardenne-Stachiw, mr. Ch.W. le Rütte (1997)
56. Mr. Y.L.L.A.M. Delfos-Roy, Informatieverstrekking en informatievergaring in het kader van de toezichthoudende en raadgevende taak van de Raad van Commissarissen (1997)
57. Maeijers belangstellingen, Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. C.A. Schwarz, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. M.M. Mendel, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. T.J. van der Ploeg, prof. mr. A.L. Mohr, prof. dr. W. van Gerven, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.M.M. Maeijer (1997)
58. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 1997, De opkomst van een rechtsgebied, mr. R.I.V.F. Bertrams, mr. S.A. Boele, mr. D.H. Cross, prof. mr. S.E. Eisma, mr. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. W. de Jong, mr. A.F.J.A. Leijten, mr. A. Nederveen, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. W.A.K. Rank, mr. V.P.G. de Serière, prof. mr. W.J. Slagter, prof. mr. L. Timmerman, mr. L.J.K. Vincent (1997)

- 59 Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.M.M. Maeijer, Drie Nijmeegse redes, Beschouwingen over financiering, enquête-recht en privatisering (1998)
- 60 Mr. H.M.L. Dings, De commissie van aandeelhouders bij structuurvennootschappen (1998)
- 61 Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 1999, Aspecten van toezicht, Beschouwingen over het toezicht op de financiële sector, mr. H.G. van Everdingen, mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. H.J. Sachse (1999)
- 62 Conflicten rondom de rechtspersoon, mr. A.F.J.A. Leyten, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.H.M. Willems, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. O.L.O. de Witt Wijnen (2000)
- 63 Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000, Beleggingsinstellingen nader belicht, mr. drs. N.V. Ponsen, mr. P. Klemann (2000)
- 64 Prof. mr. M. van Olffen, Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw (2000)
- 65 Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. N.S.J. Koeman, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, mr. A.J. Macro, mr. H.J. Sachse, drs. ing. C. Maas, mr. D.J.R. Lemstra (2000)
- 66 Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2001, Effectenverkeer via internet. Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief, drs. E.F. Feitsma, mr. V.N.G. van Leeuwen, mr. L.A.G. Moelker, mr. W. de Jong (2001)
- 67 Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heyden. Verzameld door C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2001)
- 68 Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2001-2002, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2002)
- 69 Concernverhoudingen, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. S.M. Bartman, mr. L.G. Verburg, mr. M.L. Lennarts, prof. mr. M.J.A. van Mourik, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. M. van Olffen (2002)
- 70 Preadvis voor de Vereniging voor Effectenrecht 2002, De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, mr. B.M. van Beek en mr. D. van Bruggen (2002)
- 71 Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2002, Een bewezen bestaansrecht (2002)
- 72 Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2002-2003, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2003)
- 73 Mr. M.S. Koppert-van Beek, Handelen namens een op te richten vennootschap (2003)
- 74 Personenvennootschappen, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. J.A.M. ten Berg, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.J.A. van Mourik, prof. mr. A.L. Mohr en prof. mr. H.M.N. Schonis (2003)
- 75 Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2003-2004, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2004)
- 76 De werknemer in het ondernemingsrecht, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. G. van Solinge, mr. P.A.M. Witteveen, prof. mr. L.C.J. Sprengers, mr. G.N.H. Kemperink, mr. D.C. Buys, mr. R.M. Belzer, mr. F.B.J. Grapperhaus, mw. prof. mr. I.P. Asscher-Vonk, mr. R.A.A. Duk (2004)
- 77 Verspreide Geschriften van W.C.L. van der Grinten. Verzameld en ingeleid door C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann en G. van Solinge (2004)
- 78 Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures, mr. J.M. Blanco Fernández, mr. M. Holtzer, prof. mr. G. van Solinge (2004)
- 79 Mr. J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties (2004)

Het Van der Heijden Instituut werd in 1966 door prof.mr. W.C.L. van der Grinten en prof.mr. J.M.M. Maeijer opgericht als studiecentrum voor rechts- personen- en vennootschapsrecht. Het heeft ten doel om, in de lijn van een indertijd te Nijmegen door prof.mr. E.J.J. van der Heijden gevestigde traditie, op alle mogelijke wijzen bij te dragen tot de ontwikkeling en verdieping van deze onderdelen van het privaatrecht. Nadien is het onderzoeksterrein van het Van der Heijden Instituut uitgebreid met het fiscale recht inzake ondernemingen en het effectenrecht. Het Van der Heijden Instituut is gelieerd aan het Onderzoek- centrum Onderneming & Recht van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid aan de Radboud Universiteit Nijmegen.

In de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut ver- schijnen monografieën, proefschriften, congresbundels en uitkomsten van onderzoek naar de werking in de praktijk van regelgeving op het aangegeven onderzoeks- terrein. Tevens verschijnen in deze Serie publicaties van de Vereniging voor Effectenrecht en Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation*.

De wetenschappelijke leiding van het Van der Heijden Instituut en de redactie van de Serie zijn in handen van prof.mr. J.M.M. Maeijer, prof.mr. H.M.N. Schonis, prof.mr. F.J.P. van den Ingh, prof.mr. G. van Solinge en prof.mr. M. van Olffen.

ISBN 90-130-1883-1
NUR 827-702



9 789013 018837